

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E
ECONÔMICAS FACULDADE DE DIREITO

TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE DE
SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS E PROTEÇÃO
DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE
DO INSTITUTO DO "TAG ALONG"

PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATTA

RIO DE JANEIRO

2018/2

PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATTA

**TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE DE
SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS E PROTEÇÃO
DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE
DO INSTITUTO DO "TAG ALONG"**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

RIO DE JANEIRO

2018/2

PAULO HENRIQUE CABAN STERN MATTA

**TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE DE
SOCIEDADES ANÔNIMAS ABERTAS E PROTEÇÃO
DOS ACIONISTAS MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE
DO INSTITUTO DO "TAG ALONG"**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Enzo Baiocchi.

Data da Aprovação: __ / __ / ____.

Banca Examinadora:

Orientador

Membro da Banca

Membro da Banca

Rio de Janeiro

2018/2

M435t Matta, Paulo Henrique
 TRANSFERÊNCIA DO PODER DE CONTROLE DE SOCIEDADES
 ANÔNIMAS ABERTAS E PROTEÇÃO DOS ACIONISTAS
 MINORITÁRIOS: UMA ANÁLISE DO INSTITUTO DO "TAG
 ALONG" / Paulo Henrique Matta. -- Rio de Janeiro,
 2018.
 72 f.

 Orientador: Enzo Baiocchi.
 Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
 Universidade Federal do Rio de Janeiro, Faculdade
 de Direito, Bacharel em Direito, 2018.

 1. Tag Along. I. Baiocchi, Enzo, orient. II.
 Titulo.

RESUMO

O panorama da economia brasileira nos últimos anos obriga não só o poder público, como também a iniciativa privada, a buscar novas soluções. Uma área de grande importância para a recuperação do país e para que ele volte a ocupar posição de destaque como nação emergente é, certamente, a do mercado de capitais, de forma a gerar e movimentar capital em quantias vultosas. Para que se atinja este fim, por sua vez, é importante, concomitantemente, atrair investidores estrangeiros e estimular também nacionais a investirem, o que não ocorrerá sem que lhes seja conferida segurança. O mercado de capitais, por sua natureza, carrega consigo incertezas, notadamente no que diz respeito à impossibilidade de se prever com completa confiança o resultado de uma companhia e, por esta razão, já afasta alguns potenciais investidores. É neste ponto que surge a relevância do *tag along*: ao prover uma garantia aos acionistas minoritários de companhias abertas, resguardando seus direitos e protegendo sua possibilidade de saída por preço justo, o mecanismo tem o condão de atribuir maior confiabilidade ao mercado. Por esta razão, elegeu-se o *tag along* como tema do presente trabalho, dada a importância que se vê nele como mola propulsora do desenvolvimento econômico e os recentes esforços empreendidos, especialmente pela B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, no sentido de aumentar as regras de governança aplicáveis às sociedades anônimas. Neste estudo, o tema será analisado de forma ampla, restringindo-se principalmente aos aspectos jurídicos que o circundam e visando a fornecer base inicial para discussões que resultem em aprimoramentos ao tratamento legislativo e regulamentar dispensado a ele. Ao final, serão apresentadas algumas sugestões que, em nossa opinião, podem causar efeitos benéficos ao *tag along* no Brasil e ao mercado de capitais nacional como um todo.

Palavras-chave: *Tag along; Direito de venda conjunta; Proteção de acionistas minoritários; Alienação de controle.*

ABSTRACT

The degrading overview of the Brazilian economy for the past years makes it mandatory not only for the public agents, but also to the private ones, to search for new solutions. One field of great relevance to the country's recovery and its return to the list of promising nations is, without a doubt, the capital markets, in a manner such as to generate and circulate high amounts of money. In order to achieve such goal, on its turn, it is important to, simultaneously, attract foreign investor e stimulate also national ones to invest, which will not happen unless they are provided with reasonable safety. The capital market, given its own nature, brings a lot of uncertainties, specially with regards to the impossibility of securely predicting the outcome of a company and, therefore, already keeps a great deal of potential investors away. It is exactly in this matter that the tag along rights are extremely relevant: they can be used to provide publicly-held companies minority shareholders a guarantee, protecting their rights and their possibility of withdrawing from such company for a fair price and, therefore, may give the market improved reliability. For this reason, tag along has been chosen as the topic for this work, given the role it can play as a booster for the economic development and also the efforts recently conducted, specially by the B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão, to try to improve the governance rules applicable to Brazilian companies. In this study, the theme will be broadly analyzed, being limited mainly to the legal issues and aiming to provide a basis for discussions that might result in improvements of the legislative and regulatory treatment granted to it. In the end, some suggestions we believe are able to generate positive effects on tag along in Brazil and on the capital market in its integrality will be presented.

Keywords: *Tag along; Joint sale right; Minority shareholders protection; Control disposal.*

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

B3 – Brasil, Bolsa, Balcão S.A.;

CVM – Comissão de Valores Mobiliários;

Lei das Sociedades Anônimas – Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 1976);

LSA – Lei das Sociedades por Ações (Lei nº 6.404, de 1976); e

OPA – Oferta Pública de Aquisição de Ações.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	1
1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO.....	3
2. PODER DE CONTROLE E OPA.....	7
2.1. Poder de controle e controle acionário.....	7
2.2. OPA facultativa e obrigatória.....	12
3. O <i>TAG ALONG</i>	15
3.1. Conceito.....	15
3.2. Caracterização da alienação de controle.....	19
3.3. Principais benefícios e desvantagens do instituto.....	23
3.4. Avanços da legislação societária sobre o <i>tag along</i>	29
3.5. A posição da doutrina.....	33
3.5.1. O ágio e os benefícios privados do controle.....	33
3.5.2. A aplicabilidade do <i>tag along</i> apenas às ações com direito a voto.....	39
3.5.3. A extensão do instituto apenas às companhias abertas.....	44
3.5.4. A aplicabilidade à alienação de controle minoritário.....	46
4. ESPÉCIES JURÍDICAS SIMILARES OU RELACIONADAS.....	49
4.1. <i>Drag Along</i>	49
4.2. <i>Poison Pills</i>	51
4.3. <i>Look back provisions</i>	56
5. ESTUDO DE CASOS.....	58
5.1: COPESUL (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ- 2007/7230).....	58
5.2: TIM (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ- 2009/1956).....	60
5.3: Pão de Açúcar (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ- 2005/4069).....	62
CONCLUSÃO.....	64
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	68

INTRODUÇÃO

Em qualquer negociação que envolva aquisição de participação acionária de alguma sociedade, há diversas preocupações a que geralmente atentam os adquirentes. Dentre elas, destacam-se, por exemplo, o preço do negócio, a perspectiva de valorização do bem a ser adquirido, com base em análises históricas e previsões embasadas, o panorama do mercado em que se insere tal sociedade e vários outros tópicos que exigem atenção dos envolvidos.

Há, todavia, pontos que influenciam sobremaneira no resultado final e que não são de conhecimento geral e tão fácil constatação. Um dos mais relevantes dentre estes fatores, e por este motivo escolhido como base e tema do presente trabalho, é a incidência, ou não, do instituto conhecido no ordenamento jurídico brasileiro como direito de venda conjunta.

Oriundo do dispositivo estrangeiro denominado *tag along*, o direito de venda conjunta visa à proteção do mercado e, em especial, dos acionistas minoritários de sociedades anônimas abertas. Em brevíssima e inicial conceituação, pode-se dizer que trata o dispositivo de obrigar o adquirente do poder de controle destas companhias a realizar Oferta Pública de Aquisição de Ações em que assegurar-se-á aos acionistas minoritários a possibilidade de que vendam suas participações por valor igual ou ao menos semelhante àquele pago pelas ações componentes do grupo de controle. A definição do *tag along* será tema posteriormente estudado de maneira mais aprofundada neste trabalho.

Atualmente, o direito de venda conjunta, no Brasil, é regulado pelo artigo 254-A da Lei nº 6.404¹, de 1976. Cumpre ressaltar, desde já, que ele foi incluído apenas em 2001, por meio da Lei 10.303², representando louvável esforço no sentido de normatizar tema de tão grande relevância. O dispositivo legal anterior a esta previsão era o artigo 254 da

¹ BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>. Acesso em 02.09.2018.

² BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>. Acesso em 02.09.2018.

mesma Lei, revogado, porém, em 1997, ficando a questão sem o devido tratamento legal durante este período.

Em virtude da inclusão deste artigo, o *tag along* passou a ser mais conhecido e difundido e, conseqüentemente, qualquer grande negócio que envolve - ou pode vir a envolver - a transferência do controle de uma sociedade anônima atenta a ele. Esta mudança representa inegável evolução, em muito proporcionada pelo avanço legislativo e pelo acompanhamento próximo da doutrina, produzindo larga quantidade de bons materiais sobre o assunto.

Ainda, as modificações sofridas pelo mercado de capitais brasileiro, caracterizado historicamente por sua grande concentração e que, nos últimos anos, passou por relevante dispersão acionária, eleva profundamente a relevância da discussão.

Desde antes da recente reforma da Lei das Sociedades por Ações, que introduziu o tratamento legal da questão como temos atualmente, o tema foi alvo de extensos estudos e análises de alguns dos principais nomes do direito brasileiro. Novamente, são também algumas de suas posições objeto de capítulo específico do presente artigo.

Não se pretende, de forma alguma, esgotar o tema ora analisado; o foco primordial é oferecer base teórica à sua correta compreensão e, em momento final, tecer breves conclusões e opiniões baseadas nas informações e discussões expostas.

1. EVOLUÇÃO HISTÓRICA DO MERCADO DE CAPITALS BRASILEIRO

Ao longo de praticamente toda a sua existência, o mercado de capitais brasileiro caracterizou-se por extrema concentração³. Isso quer dizer que, na maior parte das sociedades anônimas, o controle era exercido por um acionista ou grupo de acionistas que detinha a maior parte das ações com direito a voto. Desta forma, o poder de controle das companhias, tradicionalmente, era detido por um indivíduo ou por pequena união destes.

Todavia, como passaremos a analisar de forma profunda em alguns dos próximos tópicos deste trabalho, os últimos anos registraram relevantíssima alteração nesse panorama. O que houve, portanto, foi um crescimento na dispersão acionária⁴ do mercado de capitais brasileiro, que paulatinamente abandona algumas de suas raízes históricas.

Em interessante estudo publicado em 2002, que usou como bases análises previamente realizadas por outros autores e dados públicos sobre as companhias, são citados dados que exemplificam de maneira muito clara o supracitado cenário de concentração acionária. Seus resultados revelam

um elevado grau de concentração de capital votante em 1998. Mesmo nos casos em que não há um acionista controlador, o maior acionista detém uma participação significativa dos direitos sobre voto e a companhia é, geralmente, controlada por seus três maiores acionistas.⁵

Esta característica, aliás, não era exclusividade brasileira. Em praticamente todo o mundo, os mercados de capitais tiveram, historicamente, concentração das ações em

³ OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**. 415 f. Monografia (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013, p. 16.

⁴ O conceito de dispersão acionária é apresentado pelo artigo 137, inciso II, alínea b, da Lei das Sociedades por Ações, conforme transcrito:

"Art. 137. A aprovação das matérias previstas nos incisos I a VI e IX do art. 136 dá ao acionista dissidente o direito de retirar-se da companhia, mediante reembolso do valor das suas ações (art. 45), observadas as seguintes normas: (...)

II - nos casos dos incisos IV e V do art. 136, não terá direito de retirada o titular de ação de espécie ou classe que tenha liquidez e dispersão no mercado, considerando-se haver:
(...)

b) dispersão, quando o acionista controlador, a sociedade controladora ou outras sociedades sob seu controle detiverem menos da metade da espécie ou classe de ação (destaques nossos)"

⁵ LEAL, Ricardo; SILVA, André Luiz; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 1, 2002, p. 16.

poucos acionistas. Exceções a esta regra são os Estados Unidos e o Reino Unido, países em que a dispersão foi mais comum ao longo dos anos do que na maior parte dos demais⁶.

Apesar de ser posição largamente majoritária a que posiciona a alta concentração acionária como traço marcante do mercado de capitais brasileiro, cumpre tratar brevemente de opiniões doutrinárias que discordam dela.

Este é um dos temas abordados por Mariana Pargendler em artigo publicado em 2012⁷ no qual trata de "mitos" comumente aceitos e difundidos quanto às sociedades anônimas brasileiras. Em especial no que diz respeito à questão ora analisada, destaca a autora que, durante o século XIX, as companhias nacionais não apresentavam, em sua maioria, acionista controlador definido.

Inclusive, a própria legislação vedava sua existência, haja vista a existência de obrigatoriedade legal de autorização governamental para funcionamento das sociedades, autorização esta vinculada à inclusão de determinadas cláusulas estatutárias. Por sua vez, estas cláusulas acabavam por restringir sensivelmente a possibilidade de que, de fato, houvesse controlador identificável na sociedade anônima. Dentre estas, podem ser ressaltadas as limitações aos direitos de voto dos acionistas pela própria lei, e não simplesmente mediante a vontade das partes⁸.

Prossegue a autora argumentando que, até o final do século XIX, a atividade de comércio, aí incluída a empresa em sentido amplo, não era bem vista socialmente. Ou seja, famílias respeitadas, indivíduos que gozavam de prestígio social não as exerciam.

Este panorama alterou-se a partir da edição do Decreto-Lei 2.627, de 1940. Neste momento, grande parte das companhias estabelecidas podia ser definida como familiar, traço este que foi carregado para relevante porção das sociedades anônimas

⁶ MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO, Calixto Filho. **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009, p. 127.

⁷ PARGENDLER, Mariana. Cinco Mitos Sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil. In: KUYVEN, Luiz Fernando (org.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 6.

⁸IDEM, p. 8.

posteriormente instituídas e que influenciam frontalmente a concentração acionária que, indiscutivelmente, passou a ser vista como natural do mercado brasileiro desde então.

Superada esta discussão, utilizaremos como parâmetro a noção de que, tradicionalmente, em especial a partir da segunda metade do século XX, a concentração acionária caracterizou nosso mercado de capitais.

Nos últimos anos, registrou-se notável evolução do mercado de capitais brasileiro, apontando no sentido da crescente dispersão acionária, representada pelo fato de que há grande quantidade de companhias nas quais há controle minoritário ou diluído. Motivada principalmente pela criação dos novos níveis de governança corporativa da Bolsa de Valores⁹, esta evolução, por pura decorrência lógica, dificulta a análise da incidência do *tag along* nos casos concretos.

A grande influência exercida pela reforma promovida pela B3 justifica-se por algumas questões principais. Primeiramente, há o fato de que, ao criar novos segmentos de governança corporativa, a bolsa de valores estabeleceu a obrigatoriedade de cumprimento de determinadas condições que implicam, necessariamente, na maior dispersão acionária. Esse estabelecimento, por óbvio, dificulta a ocorrência de controle acionário majoritário e, por conseguinte, estimula a fragmentação de menores participações acionárias em quantidades cada vez maiores de titulares.

Como ressalta Roberta Nioac Prado¹⁰, a mudança no perfil do mercado de capitais brasileiro foi acelerada, tornando-se mais relevante e influente, a partir de 2004. Deste momento em diante, várias companhias abertas brasileiras passaram a adotar modelo de controle mais disperso, o que diminuiu progressivamente a presença de acionista majoritário controlador nas sociedades anônimas nacionais e deu início a uma nova fase de investimentos.

⁹ BIANA, Higor da Silva; SANT'ANNA, Leonardo da Silva. Alienação de controle de companhia aberta: os entendimentos da CVM e a segurança jurídica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora RT, vol 73, 2016, p. 120.

¹⁰ NIOAC PRADO, Roberta. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 384.

Por sua vez, o crescimento da relevância do *tag along* e das dificuldades de sua análise são justificáveis, principalmente, pelo fato de que, havendo cada vez mais companhias nas quais o poder de controle exercido é minoritário, não basta simplesmente analisar a existência, ou não, de indivíduo que detenha mais de metade das ações. Em vez disso, faz-se necessário estudo mais aprofundado, que deve considerar todos os sócios da dita companhia, com suas respectivas participações acionárias e as situações em que, com elas, configuram real exercício de controle nas deliberações.

Como meio de apresentação mais clara desta evolução experimentada pelo mercado de capitais pátrio, os dados colhidos e compilados pelo já tradicional Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas mostram-se interessantes. Conforme os dados de sua versão publicada em 2015¹¹, mais da metade das companhias analisadas, quais sejam, as 100 que tiveram maior quantidade de ações negociadas, não possuíam acionista com mais de 50% das ações com direito de voto. Especificamente, 54% dessas sociedades anônimas, portanto, caracterizavam-se por não terem, em seus quadros societários, qualquer indivíduo que, sozinho e sem necessidade de entrar em acordos com outros quotistas, pudesse exercer o poder de controle simplesmente com as ações por ele detidas.

Podemos concluir, portanto, que, nos últimos anos, vêm sendo registrados fortes movimentos no sentido da dispersão acionária. A tradicional concentração verificada no mercado nacional, por sua vez, perde espaço com a passagem do tempo e as evoluções societárias.

¹¹ MICELI, Alexandre Di. Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas 2015. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, número 43, volume 7, edição especial, 2015.

2. PODER DE CONTROLE E OPA

Antes de adentrarmos propriamente a análise do tema deste trabalho, é necessário estabelecer e apresentar alguns conceitos básicos umbilicalmente relacionados ao assunto.

2.1. Poder de controle e controle acionário:

Primeiramente, talvez o mais importante conceito que se deve ter em mente, bem estabelecido e definido, é o de controle, para fins do direito societário. Como tema nevrálgico à compreensão de vários outros a ele relacionados e que gera inúmeras discussões, tanto doutrinárias, quanto jurisprudenciais, o controle acionário foi - e continua sendo - largamente estudado, como se verá a seguir.

Em linhas muito gerais, podemos definir a expressão “poder de controle” como o poder atribuído ao sócio ou grupo de sócios majoritário de decidir as questões relacionadas à direção e à condução da companhia nas assembleias gerais¹². Pode-se tirar desta caracterização a importância da assembleia geral, em cujo âmbito se manifesta o exercício do controle.

Igualmente, Carvalhosa caracteriza o controle societário como o poder de dirigir as atividades sociais, poder este em sentido estrito e ligado à competência para dispor de bens alheios como prerrogativa própria¹³.

Talvez a maior e mais importante obra sobre o poder de controle, a doutrina de Adolf Berle e Gardiner Means, apesar de obviamente não tratar em específico do caso brasileiro, constitui excelente ponto de partida à análise. De acordo com os respeitadíssimos autores:

¹² CÂNDIDO MOTTA, Nelson. Alienação do poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 89, 1993, p. 42.

¹³ CARVALHOSA, Modesto. O acordo de controle como pacto social.. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4, p. 40.

[...] we may say for practical purposes that control lies in the hands of the individual or group who have the actual power to select the board of directors, (or its majority), either by mobilizing the legal right to choose them – ‘controlling’ a majority of the votes directly or through some legal device – or by exerting pressure which influences their choice.¹⁴

Em linhas gerais, e em tradução livre, pode-se extrair do trecho acima colacionado, de forma muito evidente, a necessidade de análise fática para caracterização - ou não - do exercício de controle. Isto significa que, independentemente de determinado acionista ou grupo de acionistas deter dada parcela das ações de emissão da companhia, sua caracterização como controlador depende do exercício desta posse para gerenciar a sociedade.

Os autores, desta forma, já afastam uma das primeiras e principais concepções a respeito do controle acionário, qual seja, a de que ele é exercido por aquele que detém pura e simplesmente a maioria do capital votante. Como desdobramento desta noção, há que, em regra, não é possível determinar a existência de controlador com base apenas na divisão acionária da companhia, sendo necessário, também, analisar o efetivo uso destas ações para conduzir e gerenciar o funcionamento da sociedade e a realização de seus objetivos.

Fabio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho, ao debruçarem-se sobre a questão, pontuam esta particularidade. Como destacam, o controle interno, sob uma análise rasa e inicial, funda-se na noção única de propriedade acionária. Ou seja, em um primeiro momento e tomando como base um raciocínio puramente instintivo, o controle seria exercido por aquele que possui a maioria das ações com direito a voto, sem necessidade de estudo fático ou mais aprofundado¹⁵.

Entretanto, continuam os doutrinadores indicando a evolução que levou à percepção de que não basta a propriedade acionária para configuração do exercício do poder de

14 BERLE, Adolf. MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Estados Unidos, Nova York: Editora Transaction Publishers, 2ª edição, 1991, página 66.

15 COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 42.

controle. Mais do que isso, pode haver acionistas ou grupos de acionistas que detêm número de ações relativamente baixo, porém que, na prática, controlam a companhia.

Neste sentido, analisam as formas de classificação propostas pelos supramencionados norte-americanos, quais sejam: (i) controle com quase completa titularidade acionária, (ii) controle majoritário, (iii) controle obtido mediante expedientes legais, (iv) controle minoritário e (v) controle gerencial. Não cumpre a este trabalho debruçar-se longamente a respeito de cada uma destas classificações, mas apenas destacar que apresentam-se como ótimas formas de caracterização e estudo do direito societário.¹⁶

Da exata mesma forma, Rubens Requião, ao analisar o estudo de Berle e Means, conclui que o "o conceito de "controle" deve ser dissociado do de propriedade" e prossegue, citando os autores: "É deles a análise textual: "Esse divórcio nos força a reconhecer o controle como algo isolado da propriedade, de um lado, e da administração de outro.""¹⁷.

A legislação societária brasileira segue algumas das principais diretrizes delineadas por Berle e Means, em especial a ideia de não haver vinculação obrigatória e direta entre a posse da maioria do capital votante¹⁸ e a titularidade do poder de controle. Ainda que não apresente um conceito específico de "controle acionário", a Lei das Sociedades Anônimas introduz definição de acionista controlador em seu artigo 116¹⁹, conceituação essa tomada como base para a atribuição de responsabilidades e possíveis consequências delas advindas.

¹⁶ IDEM, p. 43.

¹⁷ REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Saraiva, 2000, 22ª edição, volume 2, página 131.

¹⁸ AZEVEDO, Erasmo Valladão. FRANÇA, Novaes. Alteração do controle direto e indireto de companhia. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 269

¹⁹ Art. 116. Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que:

a) é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e
b) usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia.

Desta definição, já se pode extrair alguns dos principais pontos para definição do poder de controle. Primeiramente, é essencial que haja efetivo exercício da direção das atividades sociais, e não simples titularidade de determinada parcela do capital votante.

Ainda, a segunda característica vital à configuração de poder de controle diz respeito à estabilidade de seu exercício, claramente perceptível pelo emprego da expressão "de modo permanente". Significa dizer, basicamente, que nenhum terceiro, que não esteja investido da condição de controlador, terá a possibilidade de destituir os membros por este controlador indicados.

Desta estabilidade decorre a existência da diferenciação de qualidade entre as ações que fazem e as que não compõem o bloco de controle, o que atribui às primeiras verdadeiro ganho de valor. É por este motivo, pode-se afirmar, que a lei prevê a obrigação de seus adquirentes ofertarem "aos minoritários votantes a aquisição de suas ações, por valor correspondente a 80% do respectivo valor da transação de transferência de controle efetivada"²⁰, nos termos do artigo 254-A da referida lei.

Antes de prosseguirmos nesta análise, necessita ser feita uma breve anotação quanto ao conceito de acionista minoritário que será empregado ao longo do artigo. A expressão "acionista minoritário" e demais termos dela derivados têm como base o conceito introduzido pela Lei das Sociedades por Ações, que não considera única e exclusivamente a quantidade de títulos detidos por indivíduo ou grupo. Representa, em realidade, atributo qualitativo relacionado ao poder de voto e, mais diretamente, ao poder de controle²¹. Desta forma, exceto partes em que expressamente disponha-se em sentido diverso, o conceito deve ser lido como englobando os acionistas que não exercem o controle, e não simplesmente em função da quantidade de ações que possuem.

Feita esta ressalva, há que se atentar à impossibilidade de simplesmente transcrever e aplicar a teoria de Berle e Means ao direito brasileiro. Dadas as particularidades jurídicas e fáticas referentes ao mercado de capitais brasileiro, e ao direito societário como

²⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p 574.

²¹ CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de Controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 59, 1985, p. 64.

um todo, nem todas as categorias elencadas pelos norte-americanos adequam-se à prática nacional.

Sob esta luz, distinguem-se principalmente três modalidades de controle acionário: o majoritário, o compartilhado e o minoritário, conforme destaca Nelson Eizirik. Apresentamos, a seguir, brevíssima explicação a respeito do exercício de cada uma destas formas de controle, bem como a maneira como se apresentam na prática, de acordo com o mesmo autor²².

O controle majoritário, como seu próprio nome sugere, caracteriza-se nas situações em que um acionista ou grupo de acionistas detém a maioria das ações com direito a voto de uma companhia. É este o conceito que mais se aproxima da noção comum que vincula o poder à titularidade acionária e, assim, costuma ser mais simples a percepção de quando ocorre.

O controle compartilhado, por outro lado, é exercido em conjunto por várias pessoas, usualmente por meio de acordo de acionistas. Estas pessoas, assim, obrigam-se a votar em bloco nas matérias que dizem respeito ao exercício do poder de controle. Importa destacar que, para configuração da existência desta modalidade, é necessário que nenhum dos signatários do acordo de voto detenha ações votantes em quantidade suficiente para que lhe fosse garantido o exercício isolado do controle. Nestes casos, é instituída reunião prévia em que a deliberação será tomada por maioria absoluta dos participantes e vinculará suas manifestações no momento futuro, de decisão.

Apenas a título de curiosidade, existe discussão doutrinária relevante a respeito de dever, ou não, cada membro deste acordo de voto, e, portanto, do grupo de controle, ser considerado individualmente controlador da companhia. Nelson Cândido Motta²³ e Luiz Gastão Paes de Barros Leães²⁴ defendem a tese de que não podem ser eles considerados controladores, haja vista a própria necessidade de se juntarem a outros acionistas para

²²EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, Volume III, pp. 670-671.

²³CÂNDIDO MOTTA, Nelson. Alienação do poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 89, 1993, pp. 43-44.

²⁴BARROS LEÃES, Luis Gastão Paes de. Notas sobre o poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 0, nov-dez 2013, p. 105.

exercerem este poder. Já Modesto Carvalhosa entende, por outro lado, que a eles cabe a atribuição da posição de acionistas controladores, individualmente²⁵.

A terceira categoria destacada por Eizirik é o controle minoritário, que se dá nos casos em que, em função de uma companhia ter suas ações amplamente dispersas no mercado, o controle é exercido por quem possui titularidade de menos de metade do capital votante. Sustenta o autor que a Lei das Sociedades Anônimas, por não exigir percentual mínimo de ações para definir o controle, aceita implicitamente a existência desta última forma de controle acionário.

2.2. OPA facultativa e obrigatória:

Outro dos conceitos absolutamente nevrálgicos à compreensão do tema do *tag along* é o da OPA, devendo estar ele devidamente sedimentado para que se possa iniciar a análise do instituto. Não cabe, todavia, nos estendermos muito longamente neste tópico, já que várias de suas questões serão tratadas mais à frente, em itens mais específicos, quando analisarmos pontos do direito de venda conjunta.

Há algumas formas de classificação dos tipos de oferta pública de aquisição de ações, permitindo seu agrupamento conforme a existência de determinadas características. Podem ser elas divididas de acordo com (i) obrigatoriedade, (ii) forma de pagamento, (iii) quantidade de ações visada e (iv) existência de oferta previamente lançada com o mesmo objetivo²⁶.

A lei societária brasileira atual prevê, para os fins que nos interessam, dois tipos diferentes de OPA, quais sejam, a OPA voluntária de tomada hostil de controle societário e a OPA obrigatória ocasionada pela alienação de controle de companhia aberta.

²⁵CARVALHOSA, Modesto. Acordo de Investimento e Associação. Exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Incoerência de alienação do Poder de Controle. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 37.

²⁶OIOLI, Erik Frederico. Alienação de controle de companhia aberta. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4, pp. 369-371.

A OPA voluntária tem seu tratamento legislativo fornecido pelos artigos 257 a 263 da Lei das Sociedades Anônimas e caracteriza-se, inicialmente, por ser aplicável às situações de tomada hostil de controle. Ou seja, ela deverá ser realizada nos casos em que determinada pessoa ou grupo deseje adquirir o controle de uma determinada companhia e, para tanto, vá ao mercado para oferecer a aquisição das ações desta de seus titulares. Conforme Fábio Konder Comparato e Calixto Salomão Filho,

Reduzida à sua expressão mais simples, a operação consiste na oferta pública de aquisição, durante certo período, de todas ou parte das ações de determinada classe, ou de determinadas classes, de uma companhia, mediante pagamento de certo preço ou troca por ações ou debêntures de outra companhia. A oferta pública pode, teoricamente, objetivar ou não a tomada de controle da companhia visada, mas na quase totalidade dos casos este tem sido o objetivo efetivamente colimado pelo ofertante, e estimulado pela regulamentação normativa.²⁷

Também importa destacar ser esta modalidade comumente referida como "OPA *a priori*", em decorrência do fato de que é empregada anteriormente à tomada de controle. Roberta Nioac Prado destaca que é a OPA voluntária a forma brasileira análoga ao *take-over bid* norte-americano, e apresenta pontos interessantes que justificam ser ela usualmente considerada a melhor maneira de transferência onerosa e voluntária de controle acionário.²⁸

Em primeiro lugar, é vantajosa ao potencial adquirente por assegurar que a oferta será bem-sucedida ou que, caso não o seja, que ele não precisará adquirir qualquer ação, haja vista a possibilidade de a oferta ser apresentada de forma condicionada a um número mínimo de ações, por exemplo. Além disso, o custo de aquisição tende a ser menor, já que este adquirente tem a opção de comprar apenas a exata quantidade de ações de que precisa para exercer o controle. Finalmente, há maior transparência quanto ao preço total da operação, sendo ele integralmente conhecido desde o momento inicial.

Os acionistas minoritários também são favorecidos, em função de receberem valor igual ao pago pelos controladores. Outro ponto relevante é o de que, em função das disposições legais e regulamentares aplicáveis à operação, que exigem a apresentação de

²⁷COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO, Calixto Filho. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 205.

²⁸NIOAC PRADO, Roberta. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, pp. 68-69.

grande quantidade de informações pelos adquirentes interessados, estes acionistas podem decidir com base em muitos dados.

Por sua vez, a OPA obrigatória é regulada pelo artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas e consubstancia-se em oferta aos acionistas realizada após a aquisição de controle de companhia aberta e em consequência dela. Importa destacar, também, que sua realização, nos termos legais, é condição obrigatória à validade de dita aquisição de controle.

Cabe, também, delinear o fato de que a alienação de controle de que trata o supramencionado artigo e, portanto, que deflagra a obrigatoriedade desta segunda modalidade de OPA, depende de ter ela caráter oneroso.²⁹ Assim sendo, há que ter havido pagamento, seja em dinheiro ou em bens, na operação de aquisição de controle; caso contrário, não dar-se-á a necessidade desta OPA. Esta segunda modalidade, também denominada OPA *a posteriori*³⁰, é de maior importância para nosso estudo, haja vista ser ela a aplicável ao instituto do *tag along*.

É vital, neste íterim, estabelecer clara distinção, a fim de evitar confusões terminológicas neste sentido: a inexistência de ágio não interfere na obrigatoriedade de OPA, conforme veremos em seção dedicada especificamente a este ponto. Depende ela única e exclusivamente de haver pagamento.

Desta forma, após breve análise de conceitos necessários atinentes ao direito de venda conjunta e dos quais depende este último, podemos prosseguir ao seu estudo específico, conforme far-se-á nos próximos capítulos.

²⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, pp. 220-221.

³⁰ NIOAC PRADO, Roberta. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 43.

3. O TAG ALONG

3.1. Conceito:

O *tag along*, como simples conceito, é consideravelmente mais simples do que se pode inicialmente supor. Consiste, basicamente, no direito de acionistas que não fazem parte do bloco de controle de companhia aberta receberem oferta para aquisição de suas ações em momento no qual haja mudança no poder de controle.

Neste sentido, a utilização do termo "direito de saída conjunta" facilita a visualização: aqueles que não participam do controle têm garantida a possibilidade de sair da sociedade quando os controladores a deixarem. Constitui, assim, medida que visa a resguardar e proteger os direitos dos sócios minoritários - aqui tratados como minoritários todos aqueles que não fazem parte do bloco de controle - em momento de fortes alterações na companhia, em função do fato de que seu interesse em participar dela pode derivar, no todo ou em parte, daqueles que exercem seu controle.

O *tag along* pode ser visto sob duas óticas, que, na prática, não representam grande diferença. A um, consubstancia pura e simples obrigação do adquirente de realizar oferta pública pelas demais ações; por outro lado, entretanto, pode-se entender que é uma obrigação também imposta ao alienante, que ver-se-ia condicionado a vender suas ações apenas a quem se disponha a adquirir também as participações dos minoritários³¹. O efeito prático, entretanto, é basicamente o mesmo: obriga-se a realização da respectiva oferta pública de aquisição de ações.

Em face aos amplos poderes atribuídos pela legislação ao acionista controlador, no Brasil, viu-se como necessária a instituição de regra que atuasse como direito

³¹ PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 109.

compensatório³². Desta forma, foi criado o artigo 254-A³³ da Lei das Sociedades Anônimas, que atualmente rege o tema no direito pátrio.

Há quem defenda, com relação ao tema, que o *tag along* é tentativa justa de estender benefícios aos acionistas minoritários, sob ótica de democracia e divisão dos ônus e bônus. De acordo com esta mesma visão, em regra, a extensão da OPA obrigatória aos acionistas não controladores não deriva de evitar um prejuízo, mas de garantir-lhes acesso ao benefício.³⁴ Apesar disso, em alguns casos trata-se exatamente de prevenção de prejuízos: é a situação, por exemplo, de adquirente do controle cuja reputação no mercado seja ruim e cuja entrada na sociedade, portanto, reduzirá o valor de suas ações³⁵.

Analisando o texto do artigo, há, primeiramente, que se esclarecer o que se entende por alienação direta ou indireta, nos termos do caput. A aquisição direta caracteriza-se nos casos em que o objeto do negócio é a transferência específica do controle da companhia de que se trata³⁶. A aquisição indireta, por sua vez, diz respeito às hipóteses em que é alienada sociedade controladora de companhia aberta e, por conseguinte,

³² OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 321.

³³ Art. 254-A. A alienação, direta ou indireta, do controle de companhia aberta somente poderá ser contratada sob a condição, suspensiva ou resolutiva, de que o adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das ações com direito a voto de propriedade dos demais acionistas da companhia, de modo a lhes assegurar o preço no mínimo igual a 80% (oitenta por cento) do valor pago por ação com direito a voto, integrante do bloco de controle.

§ 1º Entende-se como alienação de controle a transferência, de forma direta ou indireta, de ações integrantes do bloco de controle, de ações vinculadas a acordos de acionistas e de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações e de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações que venham a resultar na alienação de controle acionário da sociedade.

§ 2º A Comissão de Valores Mobiliários autorizará a alienação de controle de que trata o caput, desde que verificado que as condições da oferta pública atendem aos requisitos legais.

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários estabelecer normas a serem observadas na oferta pública de que trata o caput.

§ 4º O adquirente do controle acionário de companhia aberta poderá oferecer aos acionistas minoritários a opção de permanecer na companhia, mediante o pagamento de um prêmio equivalente à diferença entre o valor de mercado das ações e o valor pago por ação integrante do bloco de controle.

³⁴ SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 1ª edição, 1998, p. 139.

³⁵ CUNHA PEREIRA, Guilherme Döring da. **Alienação do poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1955, p. 60.

³⁶ ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.170.

também o controle desta última é transferido³⁷. De forma mais clara, pode-se conceber, tradicionalmente e para fins explicativos, a alienação indireta como sendo aquela implantada quando da venda do controle de sociedade *holding*, que acaba, por decorrência lógica, interferindo na gestão das sociedades por ela controladas³⁸.

Além das formas expressamente mencionadas no caput, cumpre também destacar a existência da chamada "alienação por etapas", que pode ser definida como aquela que se dá pela realização de uma sequência encadeada de operações durante certo transcurso temporal³⁹. Nesta, não há imediata aquisição do bloco de controle; a operação consiste em vários passos interdependentes que, ao final, resultam na alienação do controle de forma onerosa⁴⁰.

Essa alienação, independentemente de direta, indireta ou por etapas, pode se dar por meio de transferência de ações integrantes do bloco de controle ou vinculadas a acordo de acionistas, transferência de valores mobiliários conversíveis em ações com direito a voto, cessão de direitos de subscrição de ações ou cessão de outros títulos ou direitos relativos a valores mobiliários conversíveis em ações⁴¹.

Conforme leciona Fábio Ulhôa Coelho, consoante a regra supramencionada, é cláusula essencial do contrato de alienação do controle de companhia aberta a previsão de obrigatoriedade de o adquirente realizar oferta pública de aquisição de ações aos demais acionistas titulares do direito de voto⁴².

Essa condição imposta ao adquirente, continua o professor, pode ser resolutiva ou suspensiva. Na primeira situação, a não realização da oferta no prazo estabelecido

³⁷CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 223.

³⁸BIANA, Higor da Silva; SANT'ANNA, Leonardo da Silva. Alienação de controle de companhia aberta: os entendimentos da CVM e a segurança jurídica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, vol. 73, 2016, p. 130.

³⁹EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, Volume III, p. 425.

⁴⁰BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2ª edição, 1996, volume 2, p. 613.

⁴¹ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.170.

⁴²COELHO, Fábio Ulhôa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 479

ocasiona a desconstituição do negócio jurídico; na segunda, por sua vez, o contrato não é executado até ser feita a OPA.

À análise do parágrafo primeiro, que dispõe sobre a caracterização da alienação para fins de incidência da OPA obrigatória, optamos por destacar tópico separado, dada a grande quantidade de discussões a ela relacionadas.

Quanto aos parágrafos segundo e terceiro, não há grandes apontamentos a fazer. O parágrafo quarto, todavia, gera algumas questões interessantes a analisar.

À primeira vista, sua simples leitura não parece gerar grandes confusões: o adquirente, no momento em que firma o contrato de alienação do controle, pode oferecer um "prêmio", empregando o mesmo termo que faz a lei, aos acionistas minoritários para que estes permaneçam na companhia. Essa ferramenta tem o claro condão de desonerar a operação e impedir que o adquirente compre mais ações do que deseja, reduzindo os valores que precisará desembolsar para ter o controle que deseja. Nos termos da Instrução Normativa CVM nº 361/2002⁴³, o prêmio de que trata o parágrafo quarto deve ser calculado com base na cotação média ponderada das ações então objeto da OPA. Essa média, por sua vez, considerará os 60 pregões realizados anteriormente à divulgação do fato relevante correspondente à alienação do controle.

Há discussão doutrinária, todavia, quanto à natureza da OPA ou do oferecimento do prêmio aos acionistas. Explique-se: para Luiz Leonardo Cantidiano, cabe única e exclusivamente ao adquirente decidir se realizará a OPA ou se apenas pagará àqueles acionistas que não partilham do controle o supramencionado prêmio⁴⁴. Por outro lado, Modesto Carvalhosa e Nelson Eizirik partilham da opinião de que não cabe ao adquirente esta decisão; ele pode, apenas, decidir quanto ao oferecimento, ou não, do prêmio pela permanência, mas isso não poderá importar, em hipótese alguma, na exclusão da obrigatoriedade da OPA *a posteriori*⁴⁵.

⁴³ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>>.

⁴⁴CANTIDIANO, Luiz Leonardo. **Reforma da Lei das S/A Comentada**. 1ª edição, Rio de Janeiro: Renovar, 2002, p. 43.

⁴⁵CARVALHOSA, Modesto. EIZIRIK, Nelson. **A Nova Lei das S/A**. 1ª edição, São Paulo: Saraiva, 2002, p. 410.

3.2. Caracterização da alienação de controle:

Conforme a simples leitura do caput do artigo 254-A, é clara a aplicabilidade da OPA obrigatória apenas aos casos de alienação do controle. O parágrafo primeiro, por sua vez, objetiva esclarecer a extensão do conceito de "alienação" para fins de incidência do dispositivo e apresenta as hipóteses que ensejam sua deflagração. Há, todavia, aspectos que não são esgotados pelo texto e que, assim, demandam explanação mais profunda a fim de dirimir possíveis controvérsias.

Primeiramente, um ponto que merece maior atenção, ainda que à primeira vista seja simples e até mesmo óbvio, diz sobre a necessidade de que haja efetiva aquisição do controle. Caso haja, por exemplo, negociação de ações por parte do acionista controlador que, todavia, não resultem em mudança na sua posição com relação à companhia, não há que se falar em alienação do controle. Assim, pode-se concluir que não se trata de operação de aquisição de ações integrantes do bloco de controle, mas de verdadeira transferência do controle como um todo, da prerrogativa de gerenciar a sociedade, como mais bem explicado no item 3.1 acima.

Por outro lado, a deflagração da OPA obrigatória nos termos do artigo 254-A da lei societária não depende, necessariamente, de venda realizada por parte do antigo controlador. Conforme a previsão do artigo 116, é obrigatório que, para que dado acionista se caracterize como controlador, ele de fato exerça a direção da companhia. Pode haver, portanto, acionista majoritário que, contudo, não titulariza o controle⁴⁶. Todavia, mesmo não sendo controlador, este acionista detém ações em quantidade suficiente para tê-lo e, assim, caso deseje aliená-las, seu adquirente será obrigado a apresentar a oferta legalmente prevista aos minoritários, devidamente garantindo-lhes o direito de venda conjunta⁴⁷.

Da mesma forma, a aquisição de ações sem direito a voto em nada interfere na deflagração do *tag along*, de acordo com a legislação brasileira. Esta restrição se

⁴⁶ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p.182.

⁴⁷ CUNHA PEREIRA, Guilherme Doring. **Alienação do Poder de Controle Acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995, pp. 203-204.

sustentaria por alegadamente não terem elas quaisquer efeitos relacionados ao controle da companhia⁴⁸.

Outro ponto já brevemente analisado e que merece destaque neste momento diz respeito ao necessário caráter oneroso da operação. Para que haja alienação nos termos do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações, é vital que a negociação de aquisição de ações que garantem o controle tenha ocorrido mediante pagamento de alguma natureza⁴⁹.

Esta noção decorre de simples raciocínio lógico. O direito de saída conjunta, em sua mais basilar concepção, consubstancia-se em garantir ao acionista minoritário o recebimento de oferta em valor semelhante àquele pago aos controladores, no momento em que haja alteração dos titulares do poder de controle. Ora, caso não tenha havido valor algum pago no momento inicial de aquisição, não há que se falar em preço a ser estendido àqueles que não pertencem ao bloco de controle.

No caso brasileiro, especificamente, o percentual de 80% estabelecido pela legislação societária, em não sendo a alienação executada de maneira onerosa, incidiria sobre zero (0), demonstrando de maneira lógica e clara a obrigatoriedade de que haja valores envolvidos na negociação.

Contudo, como também já apontado acima, não se pode confundir a alienação onerosa com o pagamento de ágio pelo adquirente. Este último não consta do rol de características obrigatórias da negociação, nos termos do artigo 254-A e, como tal, não depende de sua ocorrência fática a deflagração da OPA obrigatória⁵⁰. Há, entretanto, quem discorde desta afirmação. É o caso de Luiz Leonardo Cantidiano, para quem:

O intérprete da lei deve ter presente que apenas se justifica a apresentação, pelo adquirente do controle de companhia aberta, de oferta pública dirigida aos

⁴⁸ ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.171.

⁴⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 220.

⁵⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 221.

acionistas não controladores, quando há cessão onerosa do poder de controle da companhia, pelo adquirente, de um prêmio.⁵¹

Sustenta o autor, desta forma, que é condição à ativação do *tag along* que tenha havido pagamento de sobrepreço pelas ações componentes do bloco de controle. Em não o havendo, o valor correspondente a 80% do preço pago pelas ações que garantem o exercício do controle a seu adquirente representaria, ao acionista minoritário, valor inferior àquele que valeriam seus títulos.

Com a devida vênia, discordamos da opinião de Cantidiano e filiamo-nos à posição majoritária de que a existência ou não de prêmio pago pelas ações do bloco de controle não interfere na obrigatoriedade da OPA.

Tal conclusão é tomada com base, inicialmente, no fato de que o artigo 254-A não menciona em momento algum o sobrepreço como condição. Assim, sob análise puramente formal e legalista, não haveria que se falar em constituir ele obrigação.

Além disso, e talvez de forma mais relevante, há o argumento de que o direito de venda conjunta não diz respeito única e exclusivamente a valores que determinado acionista poderá receber no momento da alienação. É possível que suas expectativas quanto ao futuro da companhia sejam umbilicalmente relacionadas à capacidade de seus controladores, por exemplo, e a substituição destes por outros pode levar a não mais haver desejo de determinados acionistas minoritários permanecerem na companhia. Sob este ponto de vista, ter-se-ia acionistas cujo interesse de alienar suas ações não decorreria apenas de possível obtenção imediata de lucro, mas do fato de que não desejam ser parte de sociedade anônima controlada por novos indivíduos.

Ainda, a obrigatoriedade de pagamento de ágio para configuração das circunstâncias do artigo 254-A ignora até mesmo possíveis razões internas do acionista. Nada impede que, em determinadas situações, determinado indivíduo detenha ações de uma companhia por questões ideológicas, por exemplo. A concepção aqui representada

⁵¹CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Característica das ações, cancelamento de registro e "tag along". In: LOBO, Jorge (Coord.). **Reforma da lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, p. 93.

por Cantidiano ignora este viés e concentra-se única e exclusivamente na ótica econômico-financeira do *tag along*.

Desta forma, novamente com grande respeito à posição do respeitadíssimo Luiz Leonardo Cantidiano, acreditamos que o simples fato de não haver pagamento de prêmio em nada impede a obrigatoriedade da OPA nos termos do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

A chamada consolidação do controle é outro aspecto relacionado à alienação que se deve tratar. Neste sentido, não se configura alienação do poder de controle a situação em que um acionista que já ocupava a posição de controlador adquire novas ações. Mantém-se ele na exata mesma condição, e, em última instância, a única alteração passa a ser a quantidade de ações por ele detidas, quantidade esta que já era, em momento anterior, suficiente para cumprir os requisitos do artigo 116 da Lei das Sociedades Anônimas e à sua consequente posição de acionista controlador. A matéria é bem explicada por Nelson Eizirik⁵² e Nelson Cândido Motta:

Temos para nós, como certo e indubitável, que as transferências realizadas entre sócios, no âmbito do grupo controlador, não alteram a titularidade do poder de controle frente à sociedade e não afetam as relações entre a maioria na assembleia geral. O sócio que sendo já possuidor de 30% das ações do grupo, eleva para 40% a sua participação, através de transferências feitas internamente, não acarreta qualquer mudança na identidade do acionista controlador da companhia. Não gera nenhuma modificação na correlação dos votos que concorrem à assembleia geral. **Pois se o poder de controle continua a ser exercido, de forma compartilhada, pelo mesmo grupo de acionistas que já o exercia anteriormente, cumpre reconhecer - por imperativo lógico - que nesse caso não se verificou a alienação do controle da sociedade, não sendo, portanto, exigível oferta pública aos acionistas minoritários.** ⁵³
(destaques nossos)

A transferência de posições acionárias dentro de acordo de acionistas que visa ao exercício do controle, igualmente, não constitui alienação de controle. Nestas hipóteses, não há entrada de novo acionista controlador, mas manutenção do grupo que já ocupava o posto, afastando a deflagração da OPA obrigatória⁵⁴. Todavia, no caso em que as

⁵² EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, Volume III, p. 427.

⁵³ CÂNDIDO MOTTA, Nelson. Alienação do poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 89, 1993, p. 45.

⁵⁴ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 219.

alterações dentro do grupo ocasionem a elevação de um acionista até então minoritário e com pouca participação nas decisões ao posto de tomador de decisões poderá ser cabível a incidência do *tag along*.

3.3. Principais benefícios e desvantagens do instituto:

Assim como qualquer outro direito ou modalidade jurídica em geral, o *tag along* tem suas vantagens e desvantagens. Por esta razão, as discussões a respeito de dever ele ser ou não aplicado passam, necessariamente, por uma análise de seus potenciais efeitos. Isto, por sua vez, faz com que haja divergência doutrinária quanto à sua própria existência, já que autores que defendem sua importância contrastam com outros que consideram seus malefícios mais severos do que seus benefícios.

De forma a tentar sistematizar o estudo e proporcionar fonte de mais fácil acesso, serão elencadas, a seguir, algumas das principais consequências do *tag along*, conforme apontadas na doutrina e na jurisprudência. Destacamos que, neste item, não traremos necessariamente novas informações, mas apenas consolidaremos algumas análises já realizadas e outras que serão examinadas de forma profunda em tópicos posteriores.

Primeiramente, abordando as vantagens, há uma mais claramente perceptível do que as demais: a proteção dos sócios. O direito de saída conjunta, em sua essência, assegura aos minoritários a possibilidade de saírem da companhia em caso de mudanças que possam impactar no seu futuro.

Neste sentido, justifica-se sua função de agir como espécie de compensação⁵⁵ ao minoritário em função dos amplos poderes atribuídos pela legislação societária ao acionista controlador. O artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações estabelece, desta forma, maior equilíbrio entre os ônus e bônus distribuídos aos participantes das companhias, cumprindo importantíssima diretiva.

⁵⁵ ALVES, Pedro Cordelli. Controle Minoritário e sua Alienação. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4, p. 361 e OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 320.

Como segundo grande benefício promovido pela difusão do *tag along* e por sua inclusão nas legislações, surge o aumento da segurança e da confiabilidade do mercado de capitais. Nunca é demais pontuar a absoluta vitalidade da confiança dos agentes nas instituições jurídicas e em qualquer lugar em que invistam, neste caso, o mercado, para seu devido desenvolvimento.

O investidor que abre mão da disponibilidade imediata sobre parte de seu capital para destiná-lo a determinada companhia deseja obter, desta operação, lucro. De forma a obter este lucro, por sua vez, ele acredita que os responsáveis pela condução de tal sociedade são qualificados e capazes de dirigi-la de maneira ótima ou, ao menos, satisfatória.

Havendo alteração relevante destas supramencionadas pessoas, ou seja, mudança do poder de controle, é possível que este investidor não mais confie que os novos controladores serão igualmente capacitados. É exatamente neste momento que atua o direito de venda conjunta, já que poderá ele alienar suas ações por preço justo, garantindo sua imediata saída.

Sob esta luz, o *tag along*, ao garantir ao acionista minoritário sua saída da companhia em caso de mudança de controle, atribui previsibilidade e confiabilidade ao mercado pátrio e estimula a entrada de novos agentes. A perspectiva de que não haverá mudanças bruscas no gerenciamento de determinada sociedade anônima aberta ou de que, caso haja, restará assegurada imediatamente a venda de sua participação acionária por preço razoável incentiva a realização de investimentos no Brasil.

Ainda mais: garante-se ao minoritário efetivo lucro, em boa parte dos casos, no momento desta alienação. Este lucro justifica-se, por sua vez, pelo aumento de valor que suas ações tiveram em função de sua colaboração para o capital social, que impacta, indiscutivelmente, no preço do ágio pago ao controlador. O que há, portanto, é garantia de saída, com potencial lucro, assegurando a distribuição do valor do controle entre todos os acionistas com direito a voto.⁵⁶

⁵⁶ WALD, Arnaldo. A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, 2006, p. 353.

A obrigatoriedade de extensão aos minoritários de valor equivalente a 80% do pago aos controladores gera também outra vantagem. Ela desestimula as chamadas aquisições ineficientes de controle⁵⁷, caracterizadas nos casos em que o motivo para a operação de compra de uma sociedade não é relacionado à confiança em poder aprimorar seu gerenciamento e, conseqüentemente, seus resultados.

Nas aquisições ineficientes, a intenção de adquirir o controle da sociedade anônima advém da expectativa de usufruir dos benefícios privados. Estas expropriações, como também já denominamos, constituem evidente desvio dos objetivos que se espera que um adquirente tenha. A possibilidade de gozar deles, por seu turno, depende fortemente da inexistência de arcabouço jurídico-regulatório bem formatado e aplicado que, na prática, os vede ou, ao menos, dificulte seu aproveitamento.

O *tag along*, por exigir a compra de todas as ações por valor alto, diminui os incentivos a esta forma de aquisição. Enquanto o adquirente interessado em melhorar o rendimento da companhia buscará ter a maior quantidade possível de ações, àquele que visa a se aproveitar do controle para fins única e exclusivamente individuais será ideal ter apenas o percentual estritamente necessário ao exercício permanente do controle. A obrigatoriedade de aquisição da totalidade das ações com direito a voto, assim, reduz a ocorrência destas operações desvirtuadas.

Como trataremos na seção seguinte, o *tag along* foi brevemente excluído da legislação societária brasileira em 1997. Dados empíricos coletados durante o período que durou até sua reintrodução no arcabouço jurídico indicam de forma transparente a importância do dispositivo: o ágio obtido pelos controladores neste tempo registrou números altíssimos, chegando a passar de 1.000% sobre o valor das ações⁵⁸.

Ora, como não havia dispositivo legal que impusesse a realização de OPA aos minoritários, os adquirentes estavam absolutamente livres para ofertar preços descolados da realidade. A negociação dava-se diretamente com os titulares do controle, sem

⁵⁷ Neste sentido, cf. BEBCHUK, Lucian Arye. **Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control**. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4788>>. Acesso em 20.09.2018.

⁵⁸ PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, pp. 39-40.

preocupação quanto à disponibilidade de capital para aquisição das demais ações em momento futuro. Isso estimulou o oferecimento de sobrevalores exacerbados, sustentados na expectativa dos benefícios privados.

Por último, pode ser alegado que o direito de venda conjunta, de certa forma, estimula o controlador da companhia a envidar todos os seus esforços para a maximização de seus resultados. Como falamos acima, incentiva-se o adquirente a comprar as ações apenas se estiver ele interessado em conduzir a sociedade da melhor forma possível, e não simplesmente aproveitar benefícios pessoais.

Para tanto, contudo, é nevrálgico que a imagem da sociedade anônima seja valorizada no mercado, que tenha uma marca forte e bons relacionamentos com clientes, fornecedores e demais agentes com quem interaja. Esse panorama não se configura, por sua vez, sem uma administração bem conduzida.

O que há, sob esta ótica, é uma necessidade de que o controlador dirija a companhia de forma adequada. Caso contrário, diminuem as possibilidades de que surja um comprador interessado o suficiente para cumprir o artigo 254-A.

Há, por outro lado, que se destacar que há algumas desvantagens que também são comumente apontadas como ocasionadas pelo *tag along*. Outra alegada desvantagem é a de que é manifestação da intervenção exagerada do Estado na economia, sob um viés ideológico que defende a diminuição da participação do poder público neste setor. Essa atuação, como "Estado-babá"⁵⁹, constituiria desvio dos reais objetivos que deveriam ser buscados pelo governo, cuja atenção deveria ser destinada a outras áreas, nas quais verdadeiramente pudesse - e devesse - causar impactos.

Em sentido mais prático e direto, há o fato de que aumenta o preço da operação. Não bastará ao interessado em adquirir o controle que compre as ações estritamente necessárias ao seu exercício; ele terá que apresentar oferta a todos os acionistas com direito a voto.

⁵⁹ LOBO, Jorge. Tag along: uma análise à luz da Escola do Realismo Científico. **Revista da EMERJ**. Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, 2011, p. 259.

Não nos parece necessário tecer grandes comentários quanto a este efeito, haja vista ser facilmente perceptível. Entretanto, o fato de ser de simples configuração não o torna menos relevante; em verdade, é o contrário. O aumento do montante gasto com a negociação é, possivelmente, o argumento mais empregado por aqueles contrários ao *tag along*.

Ainda, o percentual de 80% sobre o preço pago pelas ações componentes do bloco de controle, conforme definido no artigo 254-A, representa montantes altíssimos, na maior parte dos casos. A situação criada é, assim, a de verdadeiro crescimento exponencial do preço de operação que já era, em sua síntese, sensivelmente custosa.

Sob esta ótica, o *tag along* seria mecanismo de desincentivo não apenas a operações indesejadas, mas a todas e quaisquer negociações de aquisição de controle de companhias abertas. Este argumento ganha força na atual situação econômica do país, em que não se pode desperdiçar de forma alguma quaisquer investimentos, ainda mais investimentos que movimentam valores altíssimos, tais quais aqueles de que ora se trata.

Pode-se também argumentar que são restringidos injustificada e demasiadamente os direitos dos controladores. Nada obstante o fato de que a legislação societária atribui ao acionista controlador um amplo rol de prerrogativas e poderes de enorme relevância, o atual artigo 254-A consubstancia enorme restrição à sua liberdade de contratar e negociar.

Esse prejuízo gerado pelo *tag along* consiste em suprimir a liberdade do acionista controlador de sair da companhia a qualquer momento e de negociar com os interessados seu controle. Ao mesmo tempo em que o direito de venda conjunta assegura aos minoritários sua saída da sociedade no momento da alienação, ele impede que o majoritário exerça a exata mesma prerrogativa.

De forma a ilustrar melhor a consequência de que se trata, permita-se elaborar um breve exemplo. Imagine-se situação na qual determinado agente tem interesse em adquirir o controle de uma companhia aberta e, para tanto, consulta seu atual controlador, que está disposto a vendê-la. Neste nosso caso hipotético, a vontade do controlador não é de obter grandes lucros, mas simplesmente ter garantida sua saída da companhia com remuneração adequada, com a qual concorda o potencial comprador.

Entretanto, não dispõe este acionista de recursos em quantidade suficiente para que possa estender a todos os demais acionistas com direito a voto ofertas equivalentes a 80% daquela paga ao controlador. Neste caso, o controlador simplesmente será impedido de sair da companhia pela impossibilidade do interessado em estender a oferta aos vários outros acionistas, o que representaria um custo muitas vezes superior ao de operação realizada diretamente com o titular do controle e apenas com ele.

A restrição à liberdade do acionista é muito clara. Ao proteger os minoritários, ignora-se completamente a atribuição das mesmas garantias ao majoritário e veda-se seu exercício de livre escolha. Pode ser esta consequência apontada, assim, como outra desvantagem advinda da aplicação do *tag along* da forma como é feita atualmente.

De forma idêntica, a liberdade de contratar do adquirente - ou potencial adquirente - é extremamente limitada. As exatas questões aplicáveis à argumentação de que os direitos do controlador são restringidos podem ser transcritas para sua consideração aos interessados em comprar o controle acionário. Em função deste caráter restritivo⁶⁰ e excepcional da norma, sustenta-se que ela não comporta interpretação analógica⁶¹

Especificamente no caso brasileiro, há a argumentação de que, na prática, ele não cumpre os fins a que se destina. Da forma como é exercido no país, defende-se que o direito de venda conjunta, em realidade, apenas garante ganho financeiro e ignora total e completamente atributos estratégicos e de governança corporativa.⁶²

Com as devidas vênias às posições divergentes, defendemos que o direito de venda conjunta é crucial para proteção dos acionistas e do mercado como um todo, em especial por atribuir a ele maior grau de segurança e confiabilidade. Há, todavia, diversas falhas na sua forma de aplicação no Brasil, em particular, para as quais apresentaremos algumas sugestões na conclusão deste trabalho.

⁶⁰ PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, v.4, 2015, p. 306.

⁶¹ WALD, Arnoldo. Da caracterização da alienação de controle. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**, São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 38, 2007, p. 197.

⁶² LOBO, Jorge. Tag along: uma análise à luz da Escola do Realismo Científico. **Revista da EMERJ**. Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, 2011, p. 260.

3.4. Avanços da legislação societária sobre o *tag along*:

A questão do direito de saída conjunta não é nova no direito brasileiro. Há muitas décadas o tema é abordado pela legislação societária, de variadas formas, conforme se passa a apresentar neste capítulo.

A primeira vez em que o direito de venda conjunta foi introduzido na legislação brasileira deu-se quando da edição da Lei das Sociedades por Ações, em 1976. À época das discussões quanto a seu conteúdo, o governo Geisel atribuíra grande importância à sua introdução no sistema legal brasileiro, constando inclusive do II Plano Nacional de Desenvolvimento⁶³ e de comunicação interna dos Ministérios do Planejamento e da Fazenda⁶⁴.

Nestes dois documentos acima mencionados, defendia-se o estabelecimento de garantia de venda das ações dos minoritários pelo mesmo preço pago pelos componentes do bloco de controle. Em função da opinião de alguns elaboradores do anteprojeto da nova lei societária de que há sobrevalor intrínseco nas ações de controle⁶⁵, todavia, o *tag along* não constou do projeto original, no qual havia esta garantia apenas às companhias abertas dependentes de autorização.

Contudo, mediante emenda elaborada pelo Senador Otto Lehmann, o texto final publicado da Lei nº 6.404/1976 acabou por contemplar todas as companhias abertas, prevendo tratamento igualitário a todos os acionistas em seu artigo 254.⁶⁶

⁶³ Lei Federal nº 6.151, de 4 de dezembro de 1964. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/L6151.htm>. Acesso em 30.09.2018.

⁶⁴COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 475.

⁶⁵ANDREY DE SOUSA, Marcos. O direito de saída conjunta (*tag along*) e os preferencialistas. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo. SANTOS DE ARAGÃO, Leandro (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 276.

⁶⁶Art. 254. A alienação do controle da companhia aberta dependerá de prévia autorização da Comissão de Valores Imobiliários.

§ 1º. A Comissão de Valores Mobiliários deve zelar para que seja assegurado tratamento igualitário aos acionistas minoritários, mediante simultânea oferta pública para aquisição de ações.

§ 2º. Se o número de ações ofertadas, incluindo as dos controladores ou majoritários, ultrapassar o máximo previsto na oferta, será obrigatório o rateio, na forma prevista no instrumento da oferta pública.

§ 3º. Compete ao Conselho Monetário Nacional estabelecer normas a serem observadas na oferta pública relativa à alienação do controle de companhia aberta.

Imediatamente após a entrada em vigor da Lei, foi expedida, pelo Conselho Monetário Nacional, a Resolução nº 401/1976⁶⁷, cujo objetivo, no que nos interessa, era o de claramente estabelecer o escopo de abrangência da expressão "acionistas minoritários" presente no artigo 254 da legislação societária. Já seu primeiro item esclarecia taxativamente que a interpretação da Lei deveria ser feita no sentido de realização obrigatória de oferta pública de aquisição de ações aos titulares de ações com direito a voto.

Desta forma, os acionistas sem direito a voto ou com direito de voto restrito não teriam assegurada a garantia de saída conjunta quando da alienação do controle da companhia aberta de que fazem parte. Esta controvérsia, que continua gerando discussões até o presente, será analisada de forma mais profunda no item 6.2.

A mudança legislativa seguinte deu-se apenas em 1997, ano em que a Lei nº 9.457⁶⁸ revogou o artigo 254 da Lei das Sociedades por Ações. Há interessante contexto histórico por trás desta alteração que vale analisar mais a fundo.

Com o indiscutível objetivo de viabilizar a colocação do Plano Nacional de Desestatização em prática⁶⁹, esta lei eliminou, por consequência, a obrigatoriedade da realização de oferta pública de aquisição de ações dos minoritários quando da aquisição de controle. Isso se deu pelo fato de que, conforme os mecanismos de autofinanciamento empregados pelas prestadoras de serviços de telecomunicações, os interessados em receber atendimento era o responsável por aportar o capital necessário à sua prestação⁷⁰.

O que ocorria, mediante este instrumento, era que cada um destes usuários se tornava sócio da empresa de prestação de serviços de telecomunicações, resultando na existência de milhões de sócios em cada uma das companhias. Portanto, para desestatizá-

⁶⁷CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução CMN nº 401, de 22 de dezembro de 1976. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1976&numero=401>>. Acesso em 20.09.2018.

⁶⁸ BRASIL. Lei Federal nº 9.457, de 5 de maio 1997. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9457.htm>. Acesso em 20.09.2018.

⁶⁹MONTEIRO DE SOUSA, Marcos. O direito de saída conjunta (*tag along*) e os preferencialistas. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo. SANTOS DE ARAGÃO, Leandro (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, pp. 280 e 281.

⁷⁰COELHO, Fábio Ulhôa. O direito de saída conjunta ("*tag along*"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 477.

las, o que necessariamente implicaria na alienação de seu controle acionário, seria necessário proceder à OPA então prevista pelo artigo 254 da Lei das Sociedades Anônimas.

Tendo em vista as enormes dificuldades operacionais e financeiras que adviriam do cumprimento desta obrigação, optou-se por revogar o dispositivo que tratava do *tag along* na legislação societária brasileira. Essa alteração, por sua vez, viabilizou a implementação do plano nacional de desestatização quanto ao serviço de telecomunicações.

No início dos anos 2000, quando ressurgiram discussões sobre possíveis reformas da legislação societária, a reintrodução do direito de venda conjunta entrou na pauta. Neste sentido, de forma a garantir a proteção dos sócios minoritários e melhor cumprir as diretrizes sugeridas nas propostas do Novo Mercado da B3 S.A., a Lei nº 10.303, de 2001, promoveu a edição da Lei das Sociedades por Ações para incluir o novo artigo 254-A, prevendo a OPA obrigatória e o *tag along*. Como princípios que sustentaram a edição deste novo dispositivo, podemos apontar os seguintes: (i) o tratamento igualitário, (ii) a proteção à poupança popular, (iii) a valorização da responsabilidade do controlador e (iv) o direito de opinar.⁷¹

A Comissão de Valores Mobiliários editou, em 2002, a Instrução Normativa nº 361 para regular as ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas como um todo. Aborda, por decorrência lógica, também as OPAs por alienação de controle previstas pelo artigo 254-A da Lei das Sociedades Anônimas, conforme estabelecido expressamente no artigo 2º, inciso II da Instrução. Nesta Instrução Normativa, o artigo 29 aparece com destaque com relação ao tema ora analisado, em função de destinar-se à regulamentação específica das ofertas públicas de aquisição de ações decorrentes de alienação de controle.⁷²

⁷¹ CLEMENTE JÚNIOR, Alberto José. Oferta pública de aquisição de ações na alienação de controle de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 129, 2003, p. 214.

⁷² Art. 29. A OPA por alienação de controle de companhia aberta será obrigatória, na forma do art. 254-A da Lei 6.404/76, sempre que houver alienação, de forma direta ou indireta, do controle de companhia aberta, e terá por objeto todas as ações de emissão da companhia às quais seja atribuído o pleno e permanente direito de voto, por disposição legal ou estatutária.

§1º A OPA deverá ser formulada pelo adquirente do controle, e seu instrumento conterá, além dos requisitos estabelecidos pelo art. 10, as informações contidas na notícia de fato relevante divulgada quando da alienação do controle, sem prejuízo do disposto no inciso I do § 1º do art. 33, se for o caso.

A posição da CVM exarada por meio do texto da Instrução Normativa é claríssima no sentido de que não apenas o *tag along* restringe-se às ações com direito a voto, mas é limitado, também, àquelas com direito pleno e permanente de voto atribuído por previsão legal ou estatutária. Esse ponto é diretamente ligado a uma das mais relevantes discussões relacionadas ao direito de venda conjunta, qual seja, o estabelecimento de quem serão os destinatários da OPA obrigatória, e será analisado a fundo no item 6.2 abaixo.

O parágrafo 5º deste mesmo artigo parece apontar no sentido do reconhecimento da existência de alienações de controle minoritário. Seu texto, ao estabelecer a possibilidade de a CVM obrigar que seja realizada OPA em casos que não se enquadrem diretamente

§2o O requerimento de registro da OPA de que trata o caput deverá ser apresentado à CVM no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da celebração do instrumento definitivo de alienação das ações representativas do controle, quer a realização da OPA se constitua em condição suspensiva, quer em condição resolutiva da alienação.

§3o O registro da OPA pela CVM implica na autorização da alienação do controle, sob a condição de que a oferta pública venha a ser efetivada nos termos aprovados e prazos regulamentares.

§4o Para os efeitos desta instrução, entende-se por alienação de controle a operação, ou o conjunto de operações, de alienação de valores mobiliários com direito a voto, ou neles conversíveis, ou de cessão onerosa de direitos de subscrição desses valores mobiliários, realizada pelo acionista controlador ou por pessoas integrantes do grupo de controle, pelas quais um terceiro, ou um conjunto de terceiros representando o mesmo interesse, adquira o poder de controle da companhia, como definido no art. 116 da Lei 6.404/76.

§5o Sem prejuízo da definição constante do parágrafo anterior, a CVM poderá impor a realização de OPA por alienação de controle sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

§ 6o No caso de alienação indireta do controle acionário:

I – o ofertante deverá submeter à CVM, juntamente com o pedido de registro, a demonstração justificada da forma de cálculo do preço devido por força do art. 254-A da Lei 6.404, de 1976, correspondente à alienação do controle da companhia objeto; e

II – a CVM poderá, dentro do prazo previsto no §2º do art. 9º, determinar a apresentação de laudo de avaliação da companhia objeto.

§ 7º Nas alienações com pagamento em dinheiro, o preço da OPA deve ser, ao menos, igual a 80% do preço pago ao controlador, acrescido de juros à taxa Selic ou, caso essa taxa deixe de ser calculada, outra taxa que venha a substituí-la, desde a data do pagamento ao controlador até a data da liquidação financeira da OPA.

§ 8º Nas alienações cuja contraprestação sejam valores mobiliários, o adquirente deve ofertar aos acionistas valores mobiliários da mesma espécie e classe daqueles oferecidos ao acionista controlador, sendo-lhe facultado formular oferta alternativa em dinheiro ou outros valores mobiliários, desde que a escolha caiba aos destinatários da oferta.

no conceito mais simples, aumenta a abrangência do dispositivo e consiste, em nossa opinião, em interessante demonstração do objetivo do *tag along*.

As demais disposições do instrumento regulamentar da CVM são demasiado específicas e dirigem-se à forma de realização da OPA, não estando englobadas pelo tema do presente trabalho.

3.5. A posição da doutrina:

São muitas as discussões, tanto doutrinárias quanto jurisprudenciais, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, que orbitam o *tag along*, sua própria existência, caracterização em casos práticos e críticas quanto à forma como é regulamentado. Optamos por selecionar algumas das principais dentre estas controvérsias.

3.5.1. O ágio e os benefícios privados do controle:

O ágio, para fins do *tag along* e da OPA obrigatória, nada mais é do que o sobrepreço costumeiramente pago pelo adquirente das ações que compõem o bloco de controle sobre o valor destas mesmas ações. Ainda que não conste da legislação societária sua obrigatoriedade, há autores que o consideram necessário à deflagração do dispositivo 254-A da Lei, como mais profundamente abordado no item 4.2 acima.

Independentemente dessa questão, fato é que o pagamento do ágio é traço importante das negociações que resultam em alienações de controle, haja vista apresentar-se como incentivo para que os então titulares deste poder desejem aliená-lo a terceiro. Conforme trabalho publicado por Robert Clark, há duas razões principais que podem levar indivíduo a se dispor a adquirir o controle de uma companhia com pagamento de valor superior ao de mercado: (i) a confiança em que o valor da sociedade pode ser aumentado em dimensão suficiente para recompensar o investimento e (ii) obter um "relacionamento de não acionista", que consiste simplesmente em extrair vantagens disponíveis apenas ao titular do controle.⁷³

⁷³ CLARK, Robert. **Corporate Law**. Estados Unidos: Wolters Kluwer, 1986, 2ª edição, p. 495.

Ainda que haja ideia comum que acredita ser este sobrepreço composto apenas, ou ao menos principalmente, pelo valor relativo ao prêmio pelo controle, há outros fatores que influenciam em sua formação e definição.

De maneira resumida, pode-se posicionar como primeiro fator de composição do ágio o supramencionado prêmio pelo controle. Consiste, basicamente, no poder de eleger a maioria dos administradores da companhia e fixar sua remuneração, bem como orientar a condução dos negócios da sociedade. Assim, não se pode menosprezar a dimensão das vantagens que podem advir da titularidade deste.

Há também que ser mencionada a expectativa de resultados que serão obtidos por meio da condução de negócios da companhia. Ora, é evidente que o adquirente do controle espera, e acredita que conseguirá, gerir a companhia de forma satisfatória, gerando receitas compatíveis com seu investimento. Os valores que ele considera serem passíveis de geração, sem dúvida alguma, impactam diretamente o montante que será pago na operação de aquisição do controle.

Outro ponto de suma relevância diz respeito aos ativos não reconhecidos nas demonstrações contábeis, que pertencem à sociedade, e não ao acionista controlador. Dentre estes, há, por exemplo, o reconhecimento da marca no mercado, as tecnologias por ela desenvolvidas ou empregadas e a qualificação de seus funcionários, todas características de difícil precificação exata, mas absolutamente vitais ao bom funcionamento de qualquer sociedade.

Em função desta grande dificuldade de lhes atribuir valor exato e, como consequência, de fazer com que este montante conste do preço das ações negociadas, acaba por compor o ágio oferecido. Não se pode permitir que a dificuldade de fixação do preço gere a noção de que são pouco relevantes estes ativos: na prática, podem representar a maior parte do sobrepreço ofertado.

Finalmente, os chamados benefícios privados do controle compõem a última parcela da composição do ágio. Estas eventuais expropriações consistem, em suma, em apropriações indevidas em benefício do controlador ou de terceiros em função do exercício do poder de controle e da definição da forma de condução da companhia daí decorrente. Podem ser, por exemplo, o pagamento de salários superiores ao praticado no

mercado, o uso particular de bens da companhia e empréstimos, dentre vários outros, que claramente constituem emprego dos ativos sociais para fins que não visam ao melhor interesse dos acionistas da sociedade, mas apenas favorecem o titular do controle⁷⁴.

As vantagens advindas do exercício do controle da companhia, desta forma, ocupam relevante porção da composição do ágio, em especial em mercados pouco regulados, nos quais os benefícios privados de que pode usufruir o controlador são maiores.

Em interessante estudo que analisou as companhias brasileiras, chegou-se à conclusão de que estes benefícios privados podem representar valores extremamente relevantes. Desta forma, ainda que claramente desrespeitem os objetivos centrais da lei societária e a defesa do tratamento igualitário a todos os acionistas, as apropriações indevidas podem ser, indiscutivelmente, relevante fator de definição do sobrepreço⁷⁵.

Nos mercados incipientes e pouco desenvolvidos, como ainda é o caso brasileiro, estes benefícios privados tendem a ser maiores e ocupam maior espaço no estabelecimento do ágio. Por exemplo, análise publicada no ano 2000⁷⁶ constatou que, no Brasil, o pagamento do ágio por muitas vezes atingiu patamares verdadeiramente assustadores, chegando a inacreditáveis 1.006% no caso da alienação da companhia Iven. A título ilustrativo, podem ser destacados os casos da Lacta, com sobrepreço de 14%, da Arno, com 266%, e da Manah, que chegou a 501%. Essas proporções, claramente descoladas da realidade, são incompatíveis com as praticadas em mercados mais desenvolvidos, demonstrando serem compostas em grande parte pela expectativa de obtenção de benefícios privados do controle.⁷⁷

A almejada evolução do mercado de capitais nacional, que atualmente tem-se tentado implantar especialmente por meio das diretrizes do Novo Mercado da B3 S.A.,

⁷⁴ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.172.

⁷⁵NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **Latin America Business Review**, Volume 6, 3ª edição, 2006, p. 4.

⁷⁶Estimativas realizadas pela Dynamo Administração de Recursos Ltda., na Carta Dynamo n. 26, de abril de 2000. Disponível em <www.dynamo.com.br/narcartadyn.asp>. Acesso em 21.09.2018.

⁷⁷GORGA, Érica. Análise da eficiência de norma societárias. Emissão de preferenciais e tag along. KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012, p. 531.

pode vir a reduzir a obtenção dos benefícios privados por parte dos controladores. Neste sentido, o controle assume valor muito alto nos locais em que os direitos dos investidores não são devidamente protegidos. Isto, por sua vez, leva à possibilidade de apropriação indevida em alta escala. Como consequência, nos países em que a legislação de proteção aos investidores não é a ideal e não garante seus direitos, a reputação dos controladores de dada companhia assume papel ainda mais importante do que nos demais.⁷⁸

Talvez a principal discussão com relação ao prêmio de controle e, consequentemente, ao ágio, diz respeito a quais indivíduos devem recebê-lo. Neste sentido, Eduardo Secchi Munhoz conduziu interessante estudo, cujo foco foi a transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário, em que analisa este assunto⁷⁹.

Neste ponto, há uma controvérsia central, que discute a extensão dos valores referentes ao prêmio de controle apenas aos controladores ou também aos acionistas não controladores. Como destaca o autor, há uma primeira corrente que sustenta a atribuição deste montante única e exclusivamente aos controladores, considerando, para tanto, esse valor como forma de remuneração por custos extraordinários incorridos por eles em função do exercício de suas atribuições. Como os acionistas não-controladores não incidem nestes custos, não haveria sequer que se falar em remuneração⁸⁰.

Sob este ponto de vista, não é necessário haver tratamento legal e regulamentar específico às alienações do poder de controle, bastando as regras gerais limitadoras da atuação do controlador. Estas últimas evitariam a ocorrência de exacerbados benefícios privados do controle e, por conseguinte, seriam suficientes para assegurar a composição do preço em patamar razoável, sem que fosse o controlador remunerado de forma exagerada com relação aos custos incorridos⁸¹.

⁷⁸ LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**. Estados Unidos: Wiley, 2002, p. 1149.

⁷⁹ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p.294.

⁸⁰ CUNHA PEREIRA, Guilherme Doring. **Alienação do Poder de Controle Acionário**. São Paulo: Saraiva, 1995, p. 22.

⁸¹ GILSON, Ronald. GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**, vol. 152, 2003, p. 811.

José Luiz Bulhões Pedreira e Alfredo Lamy Filho são alguns dos principais defensores da ideia de que o prêmio de controle cabe única e exclusivamente aos controladores. Este valor, conforme estas opiniões, não é patrimônio da companhia em sua integralidade e não cabe, por esta razão, sua divisão a todos os sócios⁸².

Também para o ilustre doutrinador Fábio Konder Comparato, o controle pertence apenas aos controladores e, por este motivo, não haveria que se falar em extensão do prêmio relativo a ele a todos os que fazem parte da sociedade. Neste sentido, ele estabelece distinção entre a propriedade dos bens da empresa, que constituiria a "propriedade estática", e a propriedade de seu poder de comando, a "propriedade dinâmica"⁸³.

Esta separação adviria, basicamente, da ideia de que o controle estaria diretamente vinculado às responsabilidades: como estas últimas recairiam sobre apenas o controlador em decorrência de suas ações, não se justifica que os benefícios - o prêmio de controle - seja estendido a todos os acionistas⁸⁴. Na opinião do jurista, o supracitado ressarcimento pelos gastos teria sua justificativa no fato de que o titular do controle tem maiores responsabilidades e, desta forma, acaba por ter também maior influência nos resultados da companhia, devendo ser por eles recompensado.

Para Waldirio Bulgarelli, que discorda da posição de Comparato, a opinião do último pode ser resumida da seguinte forma:

o ágio que o controlador obtém quando da venda do controle justifica-se porque constitui o pagamento dos seus esforços em dirigir a companhia, e que os rendeiros e especuladores que se mantêm indiferentes às vicissitudes da vida societária não podem, por isso, reivindicar igualdade de tratamento.⁸⁵

⁸² BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. LAMY FILHO, Alfredo. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009, pp. 280-282.

⁸³ CLEMENTE JÚNIOR, Alberto José. Oferta pública de aquisição de ações na alienação de controle de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 129, 2003, p. 213.

⁸⁴ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 248-249.

⁸⁵ BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 157.

Em posição diametralmente oposta, há quem defende que o prêmio de controle e o ágio pertencem a todos os acionistas da companhia, indistintamente, sem que a titularidade ou não do poder de controle impacte a definição de sua distribuição. Essa visão argumenta que, em função do fato de haver vários sistemas ineficientes de controle concentrado, os controladores já desfrutam de grande quantidade de benefícios privados e isso, por sua vez, leva à existência de prêmios exagerados ofertados e pagos no momento da aquisição⁸⁶.

Nesta ótica, portanto, o prêmio pelo controle não constitui remuneração devida ao controlador pelos custos incorridos na condução da sociedade; consiste, em realidade, em compensação aos não-controladores por eventuais prejuízos que teriam sofrido, ou vantagens não gozadas, em decorrência de suas posições na sociedade.

Assim, parte-se de uma posição que trata o prêmio pelo controle como um ativo intangível da companhia, e não direito apenas dos acionistas que exercem sua titularidade e exercício. A adoção desta concepção tem o condão de desestimular o comportamento abusivo dos acionistas controladores na condução da sociedade, ao passo que incentiva o investimento no mercado de capitais, em função de garantir aos minoritários a liquidação de seus títulos por valor compatível e satisfatório.

Bulgarelli é defensor desta segunda posição, argumentando que já há grandes vantagens concretas fruídas pelo controlador simplesmente pela sua posição, não devendo haver ainda esta atribuição exclusiva do ágio a ele. Assim, em sua opinião, o prêmio de controle constitui ativo intangível da empresa e seu aviamento, pertencendo, assim, a todos os acionistas. Por decorrência lógica, também deve ser distribuído entre todos⁸⁷.

Eduardo Secchi destaca, ainda, que há duas formas de assegurar essa divisão do prêmio de controle: primeiramente, pela imputação de obrigatoriedade ao controlador alienante quanto à divisão do montante com os demais acionistas; de outra forma, pode-se estabelecer a OPA obrigatória em condições igualitárias.

⁸⁶ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, pp. 295-296.

⁸⁷ BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998, p. 158.

Como sabemos, a legislação brasileira optou por esta segunda modalidade, prevendo a realização de oferta pública de aquisição de ações mandatória quando da alienação do controle de companhia aberta. Todavia, o tratamento igualitário não foi seguido à risca e em sua integralidade: a disposição de que o valor ofertado aos minoritários deve ser de ao menos 80% daquele pago aos controladores, o legislador reconheceu certo valor intrínseco e intangível das ações que compõem o bloco de controle.

Filiamo-nos, neste estudo, à segunda corrente, que advoga em defesa do recebimento do prêmio de controle e do ágio por todos os acionistas. Isso se dá pelo fato de que, como visto acima, o sobrepreço não é composto apenas do prêmio - e, inclusive, muitas vezes tem nele parcela até mesmo minoritária. Além disso, já são muitos os benefícios atribuídos pela legislação societária ao acionista controlador.

Definir que a totalidade dos valores de ágio deve ser atribuído apenas a ele constituiria um exagero, em nossa opinião, nas vantagens decorrentes da condução da companhia e ignoraria, por conseguinte, as diretrizes da Lei das Sociedades por Ações como um todo e, em especial, de sua reforma, em 2001. O tratamento que a legislação atribui aos acionistas controladores e não-controladores já não é, da forma como atualmente praticado, igualitário; conceber hipótese de apenas estes serem destinatários do sobrepreço constituiria desrespeito ainda maior a este princípio, que constitui um dos pilares do direito societário brasileiro.

3.5.2. A aplicabilidade do *tag along* apenas às ações com direito a voto:

Neste ponto reside talvez a principal controvérsia ligada ao direito de venda conjunta, especialmente no Brasil. Desde sua primeira introdução no ordenamento jurídico pátrio, o *tag along* levantou inúmeras discussões quanto a quem seriam os destinatários da oferta pública de aquisição de ações por ele prescrita. Essa discussão persiste até os dias atuais, havendo correntes que vão desde sua aplicação apenas aos titulares de ações com direito a voto até aqueles que defendem sua extensão a todos os acionistas, independentemente das características de seus títulos.

Como já tratado neste estudo, a legislação societária atual, nos termos do caput do artigo 254-A, restringe o *tag along* às ações com direito a voto. A Instrução Normativa nº 361/2002 da CVM, por sua vez, ainda reduz o escopo desta garantia, atribuindo-a apenas aos titulares de ações com direito a voto pleno e permanente.

Inicialmente, já se pode questionar a possibilidade de a Comissão de Valores Mobiliários inovar, ou seja, agir além daquilo que a lei prevê. O estabelecimento da referida definição exclui taxativamente da posição de destinatários da OPA obrigatória os titulares de ações preferenciais com voto restrito e aqueles para quem não foram pagos dividendos nos termos do artigo 111, parágrafo primeiro, da Lei das Sociedades Anônimas.

Contudo, não cabe à CVM, na posição de regulamentadora, exorbitar aquilo que a lei objeto de sua regulamentação previu. Tendo em vista, portanto, o fato de que o artigo 254-A em momento algum estabelece a obrigatoriedade de que as ações tenham direito de voto pleno e permanente⁸⁸, não cabe à Comissão de Valores Mobiliários, nos termos de instrução normativa, introduzir tal restrição. Em relação a esta aberrante inconstitucionalidade, permita-se transcrever trecho de Modesto Carvalhosa:

A odiosa e abusiva restrição promovida pela CVM em sua Instrução n. 361, de 2002, art. 29, fere o princípio de que a entidade reguladora (CVM) não pode distinguir o que a lei objeto de sua regulamentação não o fez. Nem cabe a essa autoridade administrativa reguladora interpretar ou declarar o alcance da norma legal. Essa conduta abusiva é tanto mais imoral quando restringe direitos legais dos minoritários. Não custa insistir que a restrição a direitos é função constitucional ou legal, necessariamente editada pelo Poder Legislativo. Essa "restrição" promovida pela CVM no art. 29 de sua Instrução n. 361, de 2002, resulta evidentemente da pressão dos eternos setores patrimonialistas e pré-capitalistas que ainda dominam determinadas entidades de classe neste país, que nunca se conformaram, no passado e no presente, com a "extensão" aos minoritários do direito dos não controladores de participar dos frutos da venda de controle, muito embora aqueles tenham sempre contribuído com seus capitais iniciais e nos seus sucessivos aumentos de capital da companhia.⁸⁹

Antes de adentrarmos a discussão teórica que trata da razoabilidade, ou não, da restrição dos *tag along rights* apenas às ações com direito a voto, há mais uma questão

⁸⁸ EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011, Volume III, p. 423.

⁸⁹ CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 204.

concreta, baseada na legislação atual, que merece ser esmiuçada. Consolidando os instrumentos legais e regulamentares aplicáveis, há que os titulares de ações preferenciais deverão ser destinatários da OPA obrigatória nos seguintes casos:

A) Se o estatuto não restringe ou suprime expressamente o direito de voto das ações preferenciais, os preferencialistas votam. Nesse caso, eles possuem direito de voto e estão já ao abrigo do art. 254-A, da LSA. A oferta pública a ser feita pelo adquirente do controle de companhia aberta deve necessariamente considerá-los.

B) Se os preferencialistas gozam de vantagem estatutária que lhes assegura dividendos fixos ou mínimos e, no momento da alienação do controle, encontram-se em condições de exercer o direito de voto nos termos do art. 111, §1º da LSA (isto é, não foram pagos os dividendos prometidos pelo estatuto há pelo menos três exercícios consecutivos, ou prazo inferior expressamente consignado em dispositivo estatutário), também encontram-se ao abrigo do art. 254-A da LSA.

C) Se o estatuto expressamente atribui ao preferencialista, nos termos do art. 17, §1º, c, da LSA, o direito de aderir à oferta pública do adquirente do controle.

Só há uma única hipótese, assim, em que o preferencialista nunca poderá ser beneficiado da cláusula legal de saída conjunta: se o estatuto da companhia aberta lhe assegurar apenas o direito ao dividendo diferencial (art. 17, §1º, b, da LSA) e não contiver menção à reaquisição do direito de voto na hipótese de não recebimento de dividendos por até três exercícios consecutivos. Neste caso, ele nunca terá direito de voto, posto que o art. 111, §1º, só beneficia os titulares de dividendos fixos ou mínimos, e, em decorrência, não titularizaria em nenhuma circunstância o direito de saída conjunta.⁹⁰ (destaques nossos)

Uma primeira conclusão, portanto, ignorando a ilegal disposição da Instrução Normativa CVM nº 361, de 2002, aponta no sentido de que serão destinatários da OPA obrigatória (a) os titulares de ações ordinárias, sempre, (b) os preferencialistas dos quais não seja subtraído o direito de voto pelo estatuto social e (c) os preferencialistas com direito a dividendos fixos ou mínimos, nas hipóteses em que, conforme o artigo 111, parágrafo primeiro, da Lei das Sociedades por Ações, não tenham recebido os frutos da

⁹⁰ COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 483.

distribuição pelo período máximo definido no estatuto, que não pode ultrapassar três exercícios consecutivos⁹¹.

Analizada a legislação, há que se tratar, agora, das discussões doutrinárias que permeiam a atribuição do direito de venda conjunta, no Brasil, apenas às ações com direito a voto.

A corrente majoritária sustenta o descabimento de privar os titulares de ações sem direito a voto dos *tag along rights*, haja vista terem participação idêntica aos demais na formação do capital social das companhias e em eventuais subscrições de seu aumento. A alegação de que, por não terem direito a voto, estes acionistas não interferem na condução da companhia basicamente ignora as situações fáticas: na prática, os minoritários com voto têm participação mínima na verdadeira condução dos negócios das companhias abertas brasileiras⁹². Não há, portanto, real proteção dos minoritários até que sejam todos eles protegidos, sendo a efetiva participação dos que detêm direito de voto basicamente idêntica à dos que não o possuem⁹³.

No mesmo sentido, conforme exposto no item 6.1 acima, o ágio sobre o valor das ações pago no momento da alienação do poder de controle não reflete apenas o prêmio de controle e deve, assim, ser dividido entre todos os acionistas⁹⁴. Não há justificativa para que gozem de determinada parcela do sobrepreço apenas os titulares de ações com direito a voto, lesando aqueles cujos títulos não carreguem essa atribuição.

Ainda, a questão também gira em torno do real direito a ser tutelado. Não se trata única e exclusivamente da prerrogativa do acionista minoritário de receber determinado valor desejado, mas, principalmente, de assegurar-lhe o direito de saída quando da mudança dos rumos da companhia⁹⁵.

⁹¹COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002. p. 480.

⁹²ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.170.

⁹³PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 274.

⁹⁴SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998, p. 144.

⁹⁵PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 275.

Opinião exarada por Norma Parente, ao discorrer sobre as alterações promovidas pela Lei nº 10.303, de 2001, ajuda a entender esta posição:

[...] é lamentável que esse direito não tenha sido estendido ao acionista preferencial. Em termos patrimoniais, a sua contribuição tem o mesmo valor que a dos demais acionistas. É injusto que o direito de vender em conjunto com controlador não lhe tenha sido outorgado. Penso que esse direito deveria ter sido partilhado entre minoritários ordinários e preferencialistas.⁹⁶

Todavia, há pontos que sustentam a restrição apenas às ações com direito a voto, como, por exemplo, argumenta Fábio Konder Comparato. Sua posição é a de que a definição de acionista minoritário ou majoritário, para efeitos da OPA obrigatória, cinge-se basicamente ao direito a voto. O acionista cuja ação não assegura direito a voto, sob esta ótica, não deveria ser incluído como destinatário de oferta⁹⁷.

Arnoldo Wald é advogado de tese semelhante:

Ora, é evidente que as ações preferenciais sem direito de voto, não participam nas deliberações das assembleias gerais e, conseqüentemente, não podem ter preponderância nem posição determinante nas mesmas, e ainda não têm o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia, não exercendo, pois, nem mesmo podendo participar do controle da empresa.

(...)

Acresce que, nas referidas seções, o legislador se refere sempre aos acionistas majoritários e minoritários que só podem ser os titulares das ações com voto, pois os preferenciais sem direito de voto não podem ser caracterizados como tendo uma posição política na sociedade.⁹⁸

O ilustre professor sustenta que os preferencialistas sem direito a voto possuem “título de renda” e não influenciam de forma alguma no comando da companhia e em seu gerenciamento. Seus direitos conferidos por lei seriam, desta forma, única e

⁹⁶ PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002, p. 39.

⁹⁷ COMPARATO, Fábio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, pp. 232-233.

⁹⁸ WALD, Arnoldo. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 45, 1982, p. 9.

exclusivamente pecuniários, e, já que não participam da condução das atividades sociais, não há obrigação de que lhes seja estendida a OPA por aquisição de controle.

Permita-se transcrever mais um trecho que explicita o racional que embasa a extensão da OPA obrigatória aos titulares de ações com direito a voto:

Ao adquirir ações preferenciais sem voto, o acionista aceita abrir mão do direito de votar e de participar do controle da companhia em troca de vantagens econômicas. O ordinarista não faz essa troca; conserva o direito de voto, o que lhe confere o direito de participar das deliberações nas assembleias gerais e, ao menos potencialmente, influir na condução dos negócios sociais⁹⁹.

Cumpra-se ressaltar, todavia, que, apesar de a legislação estender o *tag along* apenas às ações com direito a voto, os esforços atualmente empreendidos têm sido feitos no sentido de estimular a oferta a todos. É o caso, por exemplo, do regulamento de listagem da B3 S.A., cujo Nível 2 de Governança Corporativa¹⁰⁰ exige das companhias listadas que todos os seus acionistas sejam destinatários da OPA obrigatória.

O que há, em resumo, é a definição legislativa de obrigação de *tag along* apenas aos ordinaristas e preferencialistas com direito a voto, cumulada com verdadeiro estímulo à sua extensão aos acionistas não votantes.

3.5.3. A extensão do instituto apenas às companhias abertas:

O caput do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações é muito claro ao prescrever que a obrigação nele definida estende-se apenas aos casos de alienação do controle em companhias abertas. Essa delimitação, contudo, é longe de pacificamente aceita na doutrina, havendo diversos autores que sustentam o descabimento de privar os acionistas de sociedades anônimas fechadas de fruir do direito de venda conjunta.

⁹⁹ PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4, p. 323.

¹⁰⁰ Os regulamentos de listagem, bem como a indicação das companhias que fazem parte de cada um dos níveis são disponibilizadas pelo site da CVM, conforme o seguinte link: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/>. Acesso em 20.09.2018.

Há ambiente próximo da unanimidade entre os juristas no sentido de considerar equivocada a limitação do *tag along* às companhias abertas, ignorando a extensão de sua proteção aos acionistas de companhias fechadas.

A parca justificativa para sua manutenção pode advir do que denominou-se "princípio da poupança popular"¹⁰¹. Sob esta explicação, a restrição do direito de venda conjunta apenas aos casos de alienações de companhias abertas dar-se-ia em função do fato de que, para a constituição do capital destas últimas, recorreu-se aos cofres públicos. Desta forma, o fato de terem sido empregados recursos públicos, e não privados, como ocorre nas companhias fechadas, a delimitação da garantia subsistiria.

A Superintendência Jurídica da Comissão de Valores Mobiliários, inclusive, já manifestou sua defesa deste dispositivo:

Tem-se, portanto, que a companhia fechada, por não recorrer à poupança popular e não se utilizar dos mecanismos próprios aos mercados de bolsa e de balcão, estabelece, vis-a-vis de seus acionistas, relações especiais de cunho eminentemente contratual que tornam prescindível, aos acionistas da companhia fechada, a tutela estatal que a lei atribui aos investidores de recursos em companhias abertas.¹⁰²

Apontando no mesmo sentido, qual seja, o de ser correta a restrição legal, há que, nas companhias fechadas, as negociações dos títulos mobiliários se dão por meio de negociações privadas¹⁰³. Por esta razão, caberia ao investidor, e não às normas legais, definir, no momento em que entra em determinada sociedade anônima fechada, a previsão expressa de inclusão de regra estatutária que lhe assegure os *tag along rights* em momento futuro.

Como já adiantado, contudo, esta posição não é comumente aceita pela doutrina, que tende a defender a extensão de seus benefícios às sociedades anônimas fechadas.

¹⁰¹ CLEMENTE JÚNIOR, Alberto José. Oferta pública de aquisição de ações na alienação de controle de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 129, 2003, pp. 215-216.

¹⁰² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de orientação SJU nº 35, de 1º de setembro de 2008. Disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html> >. Acesso em 20.09.2018.

¹⁰³ ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003, p.177.

Primeiramente, há o fato de que, nas companhias fechadas, por sua própria natureza, há maiores dificuldades imposta aos acionistas que eventualmente desejem sair. Isso se dá porque não lhe é oferecida a saída por meio da Bolsa de Valores ou do Mercado de Balcão¹⁰⁴, restando apenas negociações privadas. Por esta razão, as ações de companhias abertas são dotadas de menos liquidez do que as das sociedades anônimas abertas, o que levanta até mesmo uma maior importância dos *tag along rights* às primeiras¹⁰⁵. A seguinte passagem é ilustrativa deste posicionamento:

"[...] é manifesto que a não adoção desse regime no que respeita às companhias fechadas se afigura inexplicável, posto que nesse tipo societário o acionistas não controlador, que não desfruta de liberdade de circulação das ações no mercado de capitais, acha-se muito mais frequentemente bloqueado, sem ter outro comprador para as suas ações senão o próprio controlador, que costuma oferecer, por elas, um preço vil."¹⁰⁶

Pode-se invocar, ainda, o princípio da igualdade, basilar no direito brasileiro como um todo, e que deve ser devidamente respeitado também na esfera de atuação do direito societário. Trazendo suas diretrizes para o caso em tela, chega-se à evidente constatação de que não se pode discriminar o acionista de companhia fechada em detrimento do acionista de sociedade anônima aberta, sob o risco de se estar descumprindo normativa basilar do sistema democrático pátrio e de que depende a sustentação do Estado Democrático de Direito vigente em terras brasileiras.

3.5.4. A aplicabilidade à alienação de controle minoritário:

A última das questões controvertidas destacada para análise é a que trata do direito de venda conjunta nos casos de companhias abertas com controle minoritário e as dificuldades da caracterização de sua alienação, na prática.

¹⁰⁴ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 258.

¹⁰⁵ ANDREY DE SOUSA, Marcos. O direito de saída conjunta (*tag along*) e os preferencialistas. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo. SANTOS DE ARAGÃO, Leandro (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007, p. 285.

¹⁰⁶ PENTEADO, Mauro Rodrigues. Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 76, 1989, p. 18.

Essas dificuldades se dão, em um primeiro momento, pelo fato de que a quantidade de ações alienadas, nestes casos, não é suficiente para assegurar o exercício permanente do controle. Para constatação da existência de controle minoritário em situação concreta, a análise casuística é ainda mais relevante: a própria denominação usualmente empregada deste como controle "de fato" já ilustra tal ponto.

O artigo que dispõe sobre o *tag along*, inclusive, claramente usa como base as transferências de controle realizadas em companhias com controlador majoritário, facilmente identificável. Neste sentido, pode-se sustentar que o próprio conceito de alienação não se ajusta perfeitamente às situações de alteração no controlador minoritário. Para estes casos, mais correto seria adotar conceito que englobasse toda forma de transferência deste, haja vista que o importante é a modificação, ou não, do controle. Pouco importa ter se dado esta modificação por alienação ou aquisição originária¹⁰⁷

Não há, entretanto, qualquer disposição legal que possa gerar a ideia de que, no Brasil, a regra constante do artigo 254-A da Lei societária não se aplica às alienações de controle minoritário. O artigo 116, por sua vez, ao definir a figura do acionista controlador, não estabelece quantidade mínima de ações de que deva ser titular, mas estabelece como requisitos apenas (a) a titularidade de direitos que assegurem a maioria dos votos nas deliberações da assembleia geral e o poder de eleger a maioria dos administradores, de forma permanente, e (b) o efetivo uso deste poder. Neste sentido:

É forçoso reconhecer tal dificuldade dada a fragilidade de caracterização do controle diluído, mas, uma vez este bem caracterizado, inegável é a aplicação do *tag along* em caso de transferência. Mesmo porque o que está em questão é transferência do poder e não de quantidade de ações. **Se uma quantidade pequena de ações é suficiente para assegurar a seu adquirente a preponderância nas assembleias gerais e o consequente poder de conduzir as atividades empresariais, ainda que porque os demais acionistas não comparecem às assembleias, não há razão para não assegurar aos demais acionistas o direito de saída da companhia.**¹⁰⁸ (destaques nossos)

¹⁰⁷ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 318.

¹⁰⁸ OIOLI, Erik Frederico. Obrigatoriedade do *tag along* na aquisição de controle diluído. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011, p. 323.

Há, todavia, autores que defendem a inexigibilidade da OPA obrigatória nos casos de alienação de controle minoritário de companhias abertas. No seminal "Poder de Controle na Sociedade Anônima", os requisitos para consideração da validade do controle minoritário são diferentes de acordo com os respectivos fins, ou seja, para estabelecimento de acionista controlador e para alienação de controle:

Para aplicação da disciplina da responsabilidade, o controle minoritário é plenamente suficiente (sem afastar, é claro, a responsabilidade do majoritário por omissão) - em outras hipóteses, como a alienação de controle, em que há o requisito da estabilidade da posição, o requisito da maioria consolidada no capital votante tende a ter aplicação e interpretação maior.¹⁰⁹

O que se sustenta, consoante o trecho acima, é que não devem ser confundidos os tratamentos legislativos dos artigos 116 e 254-A da Lei das Sociedades Anônimas. A definição de "acionista controlador" em cada um deles visa a fins diferentes e, por conseguinte, não se poderia admitir que o disposto em um deles se aplicasse ao outro. Mais especificamente, a opinião exarada na passagem é a de que a deflagração dos *tag along rights* não se dá em casos de alienação de controle minoritário. Desta forma, o preenchimento da maioria consolidada seria requisito *sine qua non* à obrigatoriedade de realização de OPA.

Tese semelhante é defendida por Nelson Eizirik, em artigo destinado especificamente à controvérsia. O insigne jurista vincula a existência de um bloco de controle à garantia de que este poder será exercido "independentemente de qualquer outra circunstância, como a participação dos demais acionistas nas assembleias gerais"¹¹⁰. Sob esta ótica, é necessário que o mencionado bloco tenha mais da metade do capital votante da companhia, o que não ocorre nos casos de controle minoritário.

Nestas hipóteses, a direção da companhia é exercida mediante a titularidade de conjunto de ações que eventualmente atribuem a seu titular tal atribuição. Conclui Eizirik afirmando que, já que não existe bloco de controle, não há possibilidade de alienação do

¹⁰⁹ COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014, p. 60, nota de texto 9.

¹¹⁰ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, pp. 185-186.

poder que justificasse a obrigatoriedade de oferta pública de aquisição de ações. Ainda, o fato de o *tag along* resultar em enormes custos ao adquirente obrigaria que sua imposição se desse apenas nos casos em que se pudesse garantir, sem dúvida alguma, que teria quantidade de ações suficientes para exercer o controle em qualquer circunstância.¹¹¹

Com as devidas vênias às opiniões em sentido contrário, muito bem embasadas e defendidas, acreditamos que a OPA obrigatória é aplicável nos casos de alienação de controle minoritário. Não apenas cremos ser este o espírito da lei, ao proteger acionistas minoritários, independentemente da forma de controle a que está sujeita a sociedade de que fazem parte, como também não vemos qualquer dispositivo legal que impeça sua utilização prática.

4. ESPÉCIES JURÍDICAS SIMILARES OU RELACIONADAS

Em alguns casos, pode ser mais interessante a regulação inter-partes de questões que protejam os direitos dos acionistas minoritários. Em outros, a legislação simplesmente não alcança o caso concreto e, assim, restam apenas as soluções privadas para oferecer as garantias que podem vir a ser almejadas pelos titulares das ações. Especificamente, analisaremos agora alguns dispositivos que apresentam similaridades com os *tag along rights* e que, em determinadas hipóteses, podem contribuir para tornar mais eficaz a proteção por eles objetivada.

4.1. *Drag Along*:

As cláusulas de *drag along* visam a fim diverso daquele almejado pelo *tag along*. Estas previsões, que podem ser traduzidas como "cláusulas de arrasto", estabelecem a possibilidade de determinado acionista, ora alienante, obrigar os demais acionistas a

¹¹¹ EIZIRIK, Nelson. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 189.

alienar suas ações, caso haja um comprador interessado, com vistas a ampliar a quantidade de possíveis interessados na aquisição da companhia¹¹².

O contraponto ao *tag along* é muito evidente, até mesmo pelo nome: ao passo que o primeiro é traduzido como direito de venda conjunta, comumente se faz referência ao *drag along* como obrigação de venda conjunta. O que há, portanto, não é proteção ao minoritário, mas dever a este atribuído, de forma a estimular a realização de alienações de poder de controle. Isso se dá porque, em casos de companhias com previsões de obrigação de venda conjunta, o adquirente não precisará ter em sua sociedade acionistas indesejados¹¹³.

Previne-se, mediante o emprego da obrigação de venda conjunta, a possibilidade de os sócios com participação minoritária travarem eventual negócio¹¹⁴. Em outras palavras, o *drag along* visa a permitir a transferência generalizada de ações e impedir restrições que eventualmente possam prejudicar os interesses de grande parte dos acionistas de determinada companhia¹¹⁵.

Também deve ser destacado o que se convencionou chamar de *drag along* inverso, consubstanciado na obrigação de o acionista controlador alienar suas ações caso seja apresentada oferta satisfatória a algum minoritário, oferta esta condicionada à venda do controle¹¹⁶. Nesta modalidade, constitui ele uma proteção ao minoritário, que tem garantida sua possibilidade de sair da companhia pelo preço desejado, mesmo que dependa, para tanto, de venda também realizada pelo titular do poder de controle.

Para o devido funcionamento do *drag along*, é absolutamente vital que algumas condições sejam estabelecidas na cláusula que o regula.

¹¹² CARVALHOSA, Modesto. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição, p. 718.

¹¹³ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 265 e VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 162.

¹¹⁴ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 316.

¹¹⁵ REYES, Francisco. **Direito societário americano: estudo comparado**. São Paulo: Quartier Latin, 2013, p. 273.

¹¹⁶ PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004, p. 110.

Neste sentido, a aplicação prática pode depender da definição de prazo a partir do qual a obrigação de venda conjunta poderá ser exigida, já que os titulares de participação acionária têm a expectativa, em regra, de permanecer por determinado tempo na sociedade¹¹⁷.

Inegável, porém, é a enorme importância e destaque de cláusula indicadora de preço mínimo pago por cada ação para que seja executável a obrigação, sob o risco de lesar os minoritários e de tornar, na prática, impossível concluir a venda¹¹⁸.

A efetivação do *drag along* pode, ainda, ser realizada juntamente a uma cláusula de direito de preferência que atribua aos minoritários a prerrogativa de adquirir a participação societária do acionista que deflagrou a obrigação de venda conjunta, durante prazo definido e nas mesmas condições ofertados pelo potencial adquirente¹¹⁹. Haveria, assim, a absoluta garantia de que os minoritários não precisariam se sujeitar ao exercício do controle por agente diferente: caso prefiram sair da companhia, o farão vendendo suas ações pelo preço ajustado; caso queiram manter seus títulos, poderão comprar as ações de interessados.

Conforme Modesto Carvalhosa, a cláusula de *drag along* constitui um negócio de opção de venda, preliminar e cujo objeto é a conclusão de outro contrato, criando obrigação unilateral de alienação de ações. Possíveis questionamentos a respeito da validade destas disposições e alegações de que constituem abuso de direito, assim, não se sustentam, nos casos em que fossem respeitadas a boa-fé e a função social do contrato: como direito disponível que é, as partes podem convencionar sua forma de tratamento¹²⁰.

4.2. Poison Pills:

Por meio de simples raciocínio lógico, pode-se concluir que a única forma de controle em sociedades anônimas que permite o sucesso de oferta de tomada hostil de

¹¹⁷ GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho. MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e aquisições - Prática jurídica no M&A**. São Paulo: IOB, 2016, p. 162.

¹¹⁸ BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2013, p. 315.

¹¹⁹ GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho. MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e aquisições - Prática jurídica no M&A**. São Paulo: IOB, 2016, p. 163.

¹²⁰ CARVALHOSA, Modesto. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 1984, p. 317.

controle é o controle minoritário¹²¹. Isso se dá pelo fato de que, por sua própria natureza, nenhum acionista detém, isoladamente, ações em percentual superior à metade, o que faz com que, por conseguinte, nenhum tenha a capacidade de, negando-se a alienar sua participação, também impedir a transferência do poder de controle.

É neste sentido que atuam as *poison pills*, formas de regulamentação privadas surgidas nos Estados Unidos que são introduzidas em estatutos de companhias abertas para obstar ou ao menos dificultar a ocorrência destas tomadas de controle. Assim, tornam a tomada hostil de controle menos atrativa ao adquirente e posicionam-se, no Brasil, como forma de contornar as deficiências da legislação atinente ao *tag along* e aumentar o escopo de abrangência aos acionistas minoritários de sociedades anônimas¹²².

Em tradução livre chamadas de "pílulas de veneno", elas são largamente empregadas, nas sociedades anônimas brasileiras, na modalidade que impõe ao adquirente a obrigação de realizar OPA para as ações dos demais acionistas caso atinja a titularidade de determinado percentual dos títulos da companhia¹²³. Na maioria dos casos, estabelecem participação mínima que varia entre 10% e 35% do capital social, exigindo preço que normalmente incorpora ágio de 20% a 50% sobre o valor de mercado das ações.

¹²¹ NIOAC PRADO, Roberta. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 376.

¹²² Jorge Lobo apresenta os tipos de *poison pill* existentes: (a) *poison pill fair* é a obrigação de o adquirente de determinado número de ações ordinárias comprar as demais ações com direito a voto e é a que mais se aproxima da praticada rotineiramente em terras brasileiras, (b) *poison pill* pura consiste em apenas determinar a realização de OPA obrigatória, (c) *poison pill* flexível, por sua vez, pode ser mitigada ou não acionada por meio de determinação da assembleia-geral, (d) *poison pill* em dose dupla prevê não apenas a realização de OPA, como também a limitação do voto em dado percentual do capital social, (e) *poison pill* incidental é aquela inserida no estatuto social pela assembleia-geral após seus acionistas perceberem que está em curso uma tomada hostil de controle, (f) *poison pill* blindada é a cláusula pétrea de que tratamos neste item, considerada ilegal pela CVM e (g) *poison pill* eonina é a composta por conjunto de "substâncias venenosas", como gatilho baixo e prêmio exorbitante. Para maior análise sobre o tema, cf. LOBO, Jorge. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, pp. 120-121.

¹²³ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p.291.

Historicamente, entretanto, o emprego destas previsões estatutárias é controvertido, desde seus primórdios nos Estados Unidos, como destaca Roberta Nioac Prado em estudo voltado à desconcentração do poder de controle no mercado brasileiro:

[...] a adoção destas pílulas no mercado norte-americano é objeto de algumas críticas, fundamentalmente porque: (i) é mecanismo paternalista que pressupõe que os acionistas não sabem decidir por si próprios, na medida em que obriga o adquirente a negociar inicialmente com o C.A. e, portanto, retira dos minoritários o direito de aceitar ou de recusar a oferta; (ii) leva ao encastelamento (entrenchment) do C.A., que pode utilizar o mecanismo como forma de se perpetuar na administração da companhia, e (iii) desestimula boas ofertas diante de incertezas criadas pelo provável aumento do custo de transação, reduzindo a eficiência econômica do mercado como um todo.

Por outro lado, defensores das pílulas alegam fundamentalmente que: (i) o Conselho de Administração existe para representar todos os acionistas e está, sem dúvida nenhuma, em posição superior para decidir se a oferta é oportuna ou não, pelo fato de contar não apenas com informações mais substanciais acerca da realidade da companhia, como também com mecanismos e assessorias disponíveis, tais como advogados e consultores, para lhes dar suporte a decisão; (ii) esse mecanismo de poison pill garante uma maior tranquilidade para uma decisão justa do CA, na medida que lhe confere maior tempo para analisar pormenorizadamente a mesma; (iii) a poison pill pode evitar eventuais ofertas coercitivas e predatórias diretamente aos minoritários; e, finalmente, (iv) protege os acionistas minoritários do dilema do prisioneiro.¹²⁴

No Brasil, a abertura de capital da Natura Cosméticos S.A, concluída em 2004, é apontada como responsável por introduzir, pela primeira vez, as *poison pills* no mercado de capitais¹²⁵. Em artigo destinado unicamente à questão, o Estatuto Social da companhia definiu, como gatilho à realização obrigatória de OPA a aquisição de participação superior a 15% do total de ações da sociedade.

¹²⁴ NIOAC PRADO, Roberta. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 387.

¹²⁵ NIOAC PRADO, Roberta. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010, p. 388.

Em estudo conduzido por Érica Gorga em 2008¹²⁶, a autora chegou à conclusão de que 56% das companhias sem controlador majoritário listadas nos segmentos especiais da B3 S.A. tinham *poison pills* em seus estatutos sociais. A maioria destas, por sua vez, era da modalidade acima mencionada.

Estas ofertas públicas de aquisição de ações estatutárias têm como base não a alienação, mas sim a aquisição de determinado percentual¹²⁷ - o que leva à clara ideia de que não é necessário que o vendedor anteriormente ocupe a posição de controlador da companhia. Quanto a esta questão, não apenas expande-se o escopo de proteção da legislação, como ainda pode ser solucionada a questão atinente ao *tag along* com relação ao controle minoritário.

Ainda, várias destas companhias incluíram em seus estatutos, juntamente às *poison pills*, cláusulas pétreas que objetivam inibir tentativas de alterações ou exclusões das primeiras. Há, por exemplo, comum previsão neste sentido que atribui aos acionistas que votarem a favor de modificação ou exclusão das *poison pills* a obrigação de realizar exatamente a OPA que estão tentando mudar ou revogar.

A CVM, contudo, já se manifestou quanto à ilegalidade destas cláusulas pétreas, nos autos do Parecer de Orientação nº 36, de 2009. A seguinte passagem da carta encaminhada pelos diretores Marcos Barbosa Pinto e Otavio Yazbek ao colegiado para sugerir a discussão da matéria, e cuja posição foi aceita no momento final, explica a questão:

5.1 [...] as cláusulas pétreas não são necessárias para que as *poison pills* proporcionem os benefícios que se espera delas. Além disso, as cláusulas pétreas aumentam significativamente os custos normalmente associados às *poison pills*.

5.2 Pessoalmente, acreditamos que um modelo que permita *poison pills*, mas não cláusulas pétreas, seja um regime equilibrado, intermediário entre o regime adotado na União Europeia e o vigente nos Estados Unidos.

¹²⁶ GORGA, Érica. **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries**. Estados Unidos: 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>. Acesso em 22.09.2018.

¹²⁷ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 311.

5.9 De qualquer modo, parece claro que esse regime é superior às duas alternativas disponíveis no momento: um regime sem *poison pills*, em que os acionistas podem ser tratados de maneira desigual e coagidos a vender suas ações; ou um regime com cláusulas pétreas, que impede negócios eficientes e protege excessivamente a administração.¹²⁸ (destaques nossos)

Por estas razões, a Comissão de Valores Mobiliários estabeleceu que não aplicará penalidades, em processos administrativos sancionadores, àqueles que votarem a favor de mudanças ou exclusão de *poison pills* dos estatutos de companhias abertas, independentemente de realizarem ou não a respectiva OPA.

Apesar de haver o supramencionado efeito positivo de aumentar a abrangência da proteção aos acionistas minoritários, deve ser destacado o fato de que, da forma como são comumente redigidas no Brasil, muitas vezes as *poison pills* podem acabar por não cumprir seu objetivo.

Como destacado, a OPA contratual pode se tornar obrigatória mediante a aquisição de quantidade reduzida de ações, que não representa, assim, a possibilidade de seu adquirente exercer o controle da companhia. Nestes casos,

[...] a cláusula deixa de funcionar como medida anti-takeover. Nessa hipótese, a cláusula passa a atuar com a função única de proteger o controlador minoritário ou os maiores acionistas contra a formação de minorias qualificadas, capazes de contestar o seu poder na companhia.

Como essa é a realidade verificada na maioria das companhias listadas no Novo Mercado, pode-se concluir que a solução contratual (OPA estatutária) não apenas é inadequada para suprir a lacuna regulatória sobre as transferências de controle nas companhias de capital disperso, como agrava significativamente o problema.¹²⁹

¹²⁸ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Parecer de orientação CVM nº 36, de 23 de junho de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>. Acesso em 05.08.2018.

¹²⁹ SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010, p. 313.

Desta forma, nada obstante o objetivo inicial e típico das *poison pills* de proteger os acionistas minoritários contra aquisições hostis de controle, pode-se dizer que, no caso brasileiro, frequentemente cumprem função oposta.

Ainda assim, não há dúvidas de que trouxeram - e continuam trazendo - benefícios ao mercado de capitais brasileiro, concentrados principalmente no aumento da competição entre as companhias e da liquidez dos títulos.

4.3. *Look back provisions*:

Comumente empregadas no direito norte-americano, estas cláusulas de proteção de acionistas minoritários tratam de casos de compra firme de ações de determinada sociedade anônima. Seu próprio nome já apresenta uma noção inicial de o que são: em tradução livre, podem ser denominadas "Cláusulas de Olhar para Trás".

Sua utilização visa a impedir que acionistas minoritários sejam lesados no momento da venda de suas ações, alienando-as por preço abaixo daquele que seria potencialmente aplicável.

Assim, no caso de dado acionista minoritário vender suas ações por um preço determinado, estando prevista no contrato uma *look back provision*, e o adquirente posteriormente revendê-las por valor superior, o primeiro terá direito ao montante relativo à diferença entre o preço pelo qual vendeu suas ações e o preço pelo qual o então adquirente as revendeu¹³⁰.

Essas previsões buscam desestimular a realização de operações de aquisição e alienação fraudulentas, realizadas em situações nas quais a diferença de informações disponíveis a cada um dos participantes da sociedade impacte de forma relevante sua possibilidade de decisão. Ao atribuir aos primeiros alienantes a prerrogativa de recebimento dos valores que lhes foram indevidamente negados, esta cláusula evita o

¹³⁰ PRADO, Roberta Nioac. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005, p. 265 e VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 266.

planejamento e a prática de compra maliciosa das ações dos não controladores por já saber o então adquirente que as revenderá por preço superior em breve¹³¹.

De forma a ilustrar sua aplicação e facilitar o entendimento, permita-se apresentar um simples exemplo. A companhia ABC tem capital social de R\$ 1.000 (mil reais), dividido em 1.000 (mil) ações ordinárias, cada uma valendo R\$ 1,00 (um real), e em seu estatuto social há uma *look back provision*. Estas ações são divididas entre seus 3 acionistas: João, controlador majoritário e titular de 700 (setecentas) ações, Pedro, titular de 200 (duzentas) ações e Maria, titular das 100 (cem) ações remanescentes. João, como controlador da sociedade, é consultado por adquirente interessado em comprar a totalidade de ações de emissão da companhia, oferecendo R\$ 3,00 (três reais) por cada uma. Sem dividir esta informação com os demais acionistas, João adquire suas ações, oferecendo R\$ 2,00 (dois reais) por cada uma, e imediatamente as revende para o interessado, por R\$ 3,00 (três reais) por ação.

Nesta hipótese, João claramente agiu de forma maliciosa e fraudulenta, prejudicando de forma dolosa os outros dois acionistas da companhia com vistas a maximizar seu benefício próprio. Todavia, em razão de o estatuto social de ABC ter uma *look back provision*, ele será obrigado a transferir a Pedro e Maria os valores correspondentes à diferença entre o preço por ele pago e o valor posteriormente recebido quando da alienação da sociedade anônima.

Entendido seu conceito, importa destacar, ainda, que as *look back provisions* preveem período de vigência, ou seja, apenas surgirá a obrigação de pagamento ao primeiro alienante caso a venda se dê no prazo estabelecido.

Como facilmente perceptível, não se trata de obrigação legal e tampouco tem como objetivo garantir o direito de saída do acionista, mas sim assegurar que ele não será lesado. Constitui proteção do direito do acionista minoritário de receber as contrapartidas justas pela alienação de suas ações, em vez de especificamente assegurar seu direito de sair da companhia em momento desejado.

¹³¹ BEZERRA CASQUET, Andreia Cristina. **Alienação de Controle de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015, p. 367.

5. ESTUDO DE CASOS

5.1: COPEsul (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ-2007/7230)¹³²:

Este processo se originou de pleito movido por 16 acionistas da Companhia Petroquímica do Sul ("COPEsul"), em face de entendimento proferido pela Superintendência de Registro da Comissão de Valores Mobiliários no sentido da desnecessidade de realização de OPA obrigatória em caso específico.

Em brevíssimo resumo, a BRASKEM e a Ipiranga Petroquímica S.A. ("Ipiranga") exerciam, de forma compartilhada e paritária, o controle da COPEsul, detendo cada uma 29,46% de seu capital social. Por meio de contrato de compra e venda de ações realizado por sociedade de seu grupo econômico, qual seja, a Ultrapar, a BRASKEM passou a deter uma quantidade maior de ações, agora então suficiente para que prevalecesse sozinha em todas as deliberações da companhia, excetuados os casos em que incidiria o direito de veto da Petrobras.

Inicialmente, a Superintendência de Registro da CVM havia emitido posição no sentido que, tendo em vista o fato de que a BRASKEM já exercia anteriormente o controle da companhia, de forma paritária, a operação em tela configurava apenas consolidação deste poder. Neste sentido, não haveria a obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações aos acionistas minoritários, por não se ter configurado a alienação de controle no caso concreto.

Em face deste entendimento, os supramencionados acionistas da COPEsul apresentaram recurso à CVM, levando à instauração de processo administrativo sancionador, ao final do qual foi mantido o posicionamento prévio. Permita-se colacionar abaixo alguns trechos da decisão:

Assim, as características da alienação do controle acionário que obrigam a realização de oferta pública são duas: (i) que a titularidade do poder de controle

¹³² COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo administrativo sancionador nº 2007/7230**. Julgamento em 11.07.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2007/20070711_R2/20070711_D01.html>. Acesso em 05.08.2018.

seja conferida a pessoa diversa do anterior detentor do controle e (ii) que a transferência de ações do bloco de controle seja realizada a título oneroso, com ônus e bônus tanto para o alienante quanto para o adquirente.

Claro que a análise de uma operação de alienação de controle é feita caso a caso, assim demonstrado pela redação do § 5º do art. 29 da Instrução CVM nº 361/02 que informa aos entes jurisdicionados que a CVM poderá impor a realização de OPA sempre que verificar ter ocorrido a alienação onerosa do controle de companhia aberta.

Cabe verificar, portanto, se ocorreu, a par da alienação de valores mobiliários, direta ou indireta, também a aquisição de um poder sobre as atividades da companhia, a luz do § 4º do art. 254-A.

[...]

De uma forma geral, ser a participação majoritária ou minoritária no bloco de controle original, por si só, não caracteriza, ou deixa de caracterizar, reforço de controle. **Devem ser analisados os termos do Acordo de Acionistas e o efetivo exercício do poder de controle.**

Destarte, para que ocorra a alienação do **controle, necessário que haja mudança na titularidade do poder de controle, sendo fundamental, portanto, a presença de novo controlador.** Tal questão ganha ainda mais perspectiva se verificarmos que o próprio fundamento da OPA, a sua razão de ser, está no resguardo do direito dos acionistas não controladores de se retirarem de uma companhia que, uma vez controlada por pessoa diversa da que o fazia antes, já não representa seus interesses.(destaques nossos)

Fica claro, portanto, o entendimento da Comissão de Valores Mobiliários de que a consolidação do poder de controle não se confunde com sua alienação. Assim, há que surgir novo acionista controlador ou, ao menos, que um participante do controle cuja voz tinha pouca ou nenhuma relevância passe a exercê-lo de forma direta, para que se considere ter havido sua transferência, nos termos do artigo 254-A.

Ainda mais importante do que isso talvez seja a noção, fortalecida e ratificada na decisão acima, de que a análise de incidência ou não do artigo 254-A deve ser feita caso a caso. As definições abstratas e generalistas apenas podem levar até certo ponto; a partir

deste, todavia, não se pode olvidar nem menosprezar a importância de considerar as circunstâncias fáticas, que deverão ter importante peso na decisão final¹³³.

5.2: TIM (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ- 2009/1956)¹³⁴:

Em face de decisão proferida pela Superintendência de Valores Mobiliários em processo administrativo, posicionando-se pela realização de OPA obrigatória no caso da alienação indireta de controle de TIM Participações S.A. ("TIM"), TelcoS.p.A. ("Telco") apresentou recurso, que gerou esta ação.

Para entender o primeiro processo, vale, brevemente, apresentar a estrutura acionária da TIM. A companhia, antes das alienações de que se tratou, era controlada pela TIM Brasil Serviços e Participações S.A. ("TIM Brasil"), subsidiária integral, por sua vez, da Telecom Italia International NV ("Telecom International"). Finalmente, esta última tinha, como titular de todas as suas ações, a Telecom Italia S.p.A. ("Telecom Italia"), cujo controle foi transferido, de forma onerosa, para a Telco.

A Telco passou a ser titular, diretamente, de 5,6% da Telecom Italia e, indiretamente, de outros 18%, por meio de sua subsidiária integral OlimpiaS.p.A. ("Olimpia"). Por conseguinte, o controle por ela exercido era minoritário, vez que detinha apenas 23,6% de seu capital social, percentual, contudo, suficiente para exercício desta prerrogativa de condução dos negócios da sociedade.

Em função desta alienação, os minoritários sustentaram ter sido indiretamente alienado o controle da TIM para a Telco e, por conseguinte, pugnaram pela realização da OPA obrigatória, nos termos do artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações.

¹³³ Apenas a título complementar e informativo, a Petrobras informou, por meio de fato relevante de 25 de setembro de 2018, que suas ações preferenciais da Braskem passaram a se sujeitar a tratamento idêntico ao aplicado às ações ordinárias no referente ao *tag along*, vide o seguinte link: <<http://www.investidorpetrobras.com.br/pt/comunicados-e-fatos-relevantes/celebracao-de-aditivo-ao-acordo-de-acionistas-da-braskem>>. Acesso em 25 de setembro de 2018.

¹³⁴ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo administrativo sancionador nº 2009/1956**. Julgamento em 15.07.2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090715_R2/20090715_D01.html>. Acesso em 05.08.2018.

No que nos interessa para fins deste estudo, foi discutida uma matéria relevante: a aplicabilidade da obrigação de realização de OPA nos casos de transferência de controle minoritário, que passa pela determinação de averiguar a existência ou não de controle de fato na hipótese. Para tanto, a questão central analisada é a de se devem ser aplicados os mesmos requisitos para estabelecimento do controle, no âmbito do artigo 254-A, e de acionista controlador, nos termos do artigo 116.

A resposta a esta questão, muito divergente na doutrina e na jurisprudência, fornece a base para se arguir a deflagração ou não da OPA obrigatória por aquisição de controle minoritário.

Por maioria, o colegiado da Comissão de Valores Mobiliários decidiu pela não obrigatoriedade de realização de OPA neste caso. Este julgamento apresentou uma importante demonstração de que não há consenso algum com relação à aplicabilidade do artigo 254-A aos casos de transferência de controle minoritário ou diluído. O diretor Eliseu Martins manifestou-se pela aplicação da OPA obrigatória e Otavio Yazbek defendeu seu cabimento no caso, ressaltando, todavia, que análise para estas situações deve ser casuística. Por outro lado, Eli Loria posicionou-se contra a deflagração do dispositivo do *tag along* nestes casos e a presidente Maria Helena Santana sustento que o artigo é inadequado às alienações de controle diluído.

Permita-se transcrever, a seguir, passagem dos votos de Eliseu Martins e Maria Helena Santana que ilustram a problemática analisada. Primeiramente, Eliseu Martins afirmou que:

No Precedente CBD, o Diretor-relator menciona que, a seu ver, para que o requisito de permanência no poder seja atendido, vencer uma eleição ou preponderar em uma decisão não é suficiente. É necessário que o acionista possa, juridicamente, fazer prevalecer sua vontade sempre que desejar, o que apenas ocorre se o acionista tiver 50% mais uma das ações com direito a voto(24). **De acordo com essa interpretação, o controle de fato não acarretaria a obrigatoriedade de realização de OPA.**

4. Essa interpretação, a meu ver, não merece prosperar. A lei, se quisesse se referir apenas ao controle majoritário, poderia tê-lo feito expressamente ou mesmo se referido à "maioria absoluta" do capital votante da companhia, e não à "maioria dos votos nas deliberações da assembleia-geral". Nesse sentido, Fábio Konder Comparato, ao analisar o art. 116, menciona que "a fórmula legal abrange o chamado controle minoritário, dado que não se exige a detenção da maioria do capital votante.(destaques nossos)

Maria Helena Santana, em posição divergente, declarou:

Ainda assim, porém, ela sinaliza que, muito provavelmente, **a possibilidade de alienação de controle minoritário para os fins do art. 254-A não é descabida. A análise deve realizar-se caso a caso** - nesta linha, aliás, é extremamente sintomático que o regime anteriormente vigente tenha remetido a determinados fatos bastante concretos ("as três últimas Assembleias Gerais da companhia"), de modo a afastar do controle minoritário, justamente aquela fugacidade, aquela instabilidade, que usualmente o caracteriza. É claro que, sem balizadores objetivos (e em certa medida arbitrários) como aqueles, torna-se muito mais difícil identificar o controle minoritário e, ao mesmo tempo, outorgar aos agentes de mercado a segurança necessário. Ainda assim, parece-me importante não negar a priori tal possibilidade.(destaques nossos)

5.3: Pão de Açúcar (Processo Administrativo Sancionador CVM RJ-2005/4069)¹³⁵:

Em cumprimento a acordo de associação celebrado entre Abílio Diniz e o Cassino Guichard Perrachon S.A. ("Cassino") com relação à Companhia Brasileira de Distribuição, foram conduzidos vários atos que teriam resultado em alienação de controle. Em função da realização destas etapas, a Superintendência de Empresas e a Superintendência de Registro da CVM entenderam incidir a OPA obrigatória do artigo 254-A. Esta decisão, por sua vez, deu origem ao recurso que levou à instauração do processo administrativo sancionador em tela.

Considerando as disposições deste acordo de associação, o Cassino teria direito de veto em algumas matérias de natureza patrimonial e política, ainda que fosse minoritário, o que configuraria controle compartilhado e, por conseguinte, alienação de controle.

Antes de sua celebração, contudo, o Cassino detinha 30,53% das ações com direito a voto da companhia, ao passo que Abílio Diniz detinha ações em quantidade suficiente para lhe garantir o exercício isolado do poder. Já neste momento, entretanto, as partes tinham acordo de voto firmado que atribuía a este minoritário o direito de influenciar em algumas das decisões da sociedade. Tal situação, conforme analisado pela CVM, não

¹³⁵ COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Processo administrativo sancionador nº 2005/4069**. Julgamento em 11.04.2006. Disponível em: <
<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/0002/4788-0.pdf>>. Acesso em 05.08.2018.

configuraria controle compartilhado típico, para o qual nenhuma das partes poderia exercer isoladamente o controle, dependendo da colaboração de outra para fazê-lo.

Mediante a implementação de uma das fases do supramencionado acordo de associação, todavia, o Cassino passou a deter parcela majoritária da sociedade *holding* titular de grande parte das ações com direito a voto da Companhia Brasileira de Distribuição, em contrapartida à redução da participação acionária de Abílio Diniz nesta. O último deixou de deter, assim, a maioria dos seus títulos com direito a voto.

Em razão desta alteração na titularidade das participações acionárias que permitem o exercício do controle, decidiu o colegiado da CVM pela obrigatoriedade de realização de OPA. O fato de este controle ser restringido pela existência de acordo de voto não interfere na definição de que passou a haver novo controlador, que anteriormente não ocupava tal posição na companhia.

Além desta questão, há outro ponto relevante neste caso que merece análise mais profunda. Conforme o acordo de associação firmado entre Abílio Diniz e o Cassino, foi estabelecida opção de compra pelo último de uma ação ordinária pelo valor simbólico de R\$ 1,00 (um real). Defenderam os recorrentes que apenas neste momento haveria a efetiva mudança de controle e, assim, somente caso exercida tal opção e concretizada a aquisição, configurar-se-ia a alienação de controle e consequente deflagração do procedimento do artigo 254-A.

Tanto a Superintendência de Empresas e a Superintendência de Registro da CVM quanto o colegiado entenderam que, nada obstante a previsão da Instrução Normativa CVM nº 361, de 2002, no sentido de que a obrigação só surge da conclusão das operações, tal conclusão, no caso concreto, haveria ocorrido desde logo, nos seguintes termos:

A Instrução 361/02 reconhece a possibilidade de a alienação do controle ser realizada através de em um conjunto de operações (art. 29, § 4º), e, portanto, nada impede que, em determinadas situações, a OPA somente venha a se tornar obrigatória no momento da conclusão desse conjunto de operações. **Entretanto, no caso concreto, a operação de alienação do controle deve considerar-se concluída desde logo, tendo em vista (i) a irrelevância econômica da segunda parte da operação — aquisição por preço simbólico de uma ação ordinária da holding — e (ii) ser a conclusão dessa segunda parte da operação uma faculdade atribuída ao Comprador.(destaques nossos).**

CONCLUSÃO

Num contexto como o brasileiro, em que o mercado de capitais é fracamente desenvolvido e estruturas mais bem consolidadas de governança corporativa estão em fase de sedimentação, *tag along rights* ainda são muito necessários. Se, por um lado, dificultam a realização de operações de aquisição e alienação de controle, aumentando seu preço e podendo vir a torná-las ineficientes em algumas situações, é necessário sopesar seus benefícios e malefícios.

A segurança proporcionada pelo direito de venda conjunta, neste momento, ainda é mais relevante do que o possível peso negativo que pode ele ter no desincentivo a algumas negociações. Esta segurança, por sua vez, tende a proporcionar cada vez maior liquidez ao mercado e às transações. Como exposto, espera-se que de maneira clara, ao longo deste estudo, tais transações, no Brasil, ocorrem frequentemente com valores de ágio absolutamente incompatíveis com a realidade, justificáveis apenas pelas expectativas dos adquirentes de gozar dos benefícios privados proporcionados pelo controle.

A imposição da obrigatoriedade de realização de oferta pública de aquisição de ações aos demais acionistas, neste sentido, cumpriria a função de evitar a realização de compras por oportunistas, interessados apenas nas expropriações que poderão praticar. Ainda em defesa do *tag along*, o raciocínio lógico leva à conclusão de que ele pode ser positivo até mesmo para estimular aquisições de controle.

Explique-se. Caso um terceiro tenha o interesse de adquirir o controle de uma sociedade anônima aberta pelos motivos "ideais", ou seja, acreditando ser capaz de conduzi-la de forma a aumentar seu valor, não será para ele negativa a ideia de adquirir a totalidade das ações. Muito pelo contrário: caso tenha o capital necessário ou os meios para consegui-lo, será de interesse deste adquirente deter a maior participação acionária da companhia possível, haja vista sua crença de que poderá fazer com que elas lhe gerem lucro futuro.

O direito de venda conjunta, quando devidamente regulamentado e praticado, portanto, poderia levar a que se evitasse a realização de aquisições de controle desvirtuadas.

Os esforços empreendidos, em especial, pela B3 S.A. têm apontado em direção muito satisfatória para fins de garantir a efetividade dos *tag along rights*. As novas regras de governança, bem como as obrigações particulares previstas às companhias que desejem fazer parte de determinados níveis especiais, atuam de maneira interessante no sentido de não apenas reforçar a necessidade de cumprimento das obrigações, mas também de sedimentar a mentalidade de proteção aos minoritários.

Todavia, em nossa opinião, o *tag along*, da forma como atualmente regulado no Brasil, não cumpre corretamente sua função. A inadequação de alguns dos termos empregados pela legislação e os erros indicados na regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários, aliados à fiscalização deficiente, tornam pouco efetivas sua principal diretriz de proteção aos acionistas minoritários.

Por esta razão, apresentamos, a seguir, algumas de nossas sugestões quanto a mudanças que podem vir a ser implementadas no tratamento destes direitos e na proteção de acionistas minoritários, em geral, de forma a estimular o desenvolvimento do mercado de capitais nacional:

(i) Primeiramente, entendemos necessária a revogação do dispositivo presente no artigo 29 da Instrução Normativa nº 36, de 2009, da CVM, que restringe a OPA obrigatória apenas às ações com direito de voto pleno e permanente. Como exposto, essa delimitação não é prevista na lei e não cabe à CVM, sob o pretexto de realizar necessária regulação, extrapolar o instrumento que lhe deu base;

(ii) Além disso, vemos como importante a realização de alteração legislativa sobre o artigo 254-A da Lei das Sociedades por Ações para assegurar os *tag along rights* a todos os acionistas das companhias, e não apenas àqueles com direito a voto. No item 6.2. acima, tratamos de maneira mais extensa desta questão e acreditamos não haver justificativa para a exclusão dos titulares de ações sem direito a voto da posição de destinatários da OPA obrigatória.

O novo artigo poderia contemplar, ainda, percentuais diferentes sobre o valor pago pelas ações do bloco de controle a receberem os acionistas com ou sem direito de voto.

Respeitar-se-ia, assim, os valores intrínsecos à possibilidade de interferir diretamente na condução da companhia;

(iii) No mesmo sentido do item (ii) supra, é absolutamente vital que a nova versão do artigo 254-A assegure o *tag along* aos acionistas de companhias abertas ou fechadas. Em nossa opinião, o fato de o capital de sociedades anônimas fechadas não ter dependido de recurso à poupança pública em nada interfere na segurança que seus acionistas precisam ter. Inclusive, é ainda mais importante para estes últimos a garantia do direito de venda conjunta, em função de haver menos ferramentas que possam empregar para a alienação de seus títulos, caso queiram fazê-lo;

(iv) De forma a adequar o tratamento legislativo ao ambiente de crescente dispersão acionária do mercado de capitais pátrio, sugerimos a substituição do termo "alienação" por "transferência", ou expressão similar. Esta inovação ajudaria a solucionar a questão da aplicabilidade do *tag along* aos casos de companhias com controle minoritário ou diluído. No tópico 6.4 acima, abordamos o assunto, ressaltando a dificuldade de conceber "alienações" de controle minoritário, haja vista, nas sociedades com esta característica, poder haver alteração da posição de controlador sem que, contudo, o antigo titular desta prerrogativa venda qualquer ação; e

(v) Outro ponto relevante para aprimorar a concretização dos *tag along rights*, no Brasil, diz respeito ao desincentivo ao ágio exacerbado em função da expectativa dos benefícios privados de controle. Para tanto, acreditamos ser vital o aumento da fiscalização conduzida pela Comissão de Valores Mobiliários sobre a condução das companhias sob seu escopo de atuação, principalmente no que diz respeito à análise de estarem os controladores agindo sempre com vistas ao benefício da sociedade ou almejando vantagens individuais.

Visando a solucionar este mesmo problema, o aumento da atenção do órgão regulador no momento de aquisição do controle acionário também pode ser eficiente. A atribuição da CVM seria, neste âmbito, a de exigir a discriminação de toda a composição

dos preços pagos na operação, em especial nas hipóteses de sobrepreços percentuais extraordinários. Caso o potencial adquirente não consiga provar que o valor ofertado se justifica pela crença na melhor condução dos negócios empresariais do que a atual ou por algum dos outros fins legítimos, a CVM teria a possibilidade de impedir a conclusão da aquisição de controle.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALVES, Pedro Cordelli. Controle Minoritário e sua Alienação. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4

ANDREY DE SOUSA, Marcos. O direito de saída conjunta (tag along) e os preferencialistas. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo. SANTOS DE ARAGÃO, Leandro (Coord.). **Sociedade Anônima: 30 anos da Lei 6.404/76**. São Paulo: Quartier Latin, 2007.

ANDREZO, Andrea Fernandes. A alienação de controle de companhia aberta e a recente reforma da legislação societária - efetivo avanço? **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 130, 2003.

AZEVEDO, Erasmo Valladão. FRANÇA, Novaes. Alteração do controle direito e indireto de companhia. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

BARROS LEÃES, Luis Gastão Paes de. Notas sobre o poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Empresarial**. São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 0, 2013.

BEBCHUK, Lucian Arye. **Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control**. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w4788>>.

BERLE, Adolf. MEANS, Gardiner. **The Modern Corporation and Private Property**. Estados Unidos, Nova York: Editora Transaction Publishers, 2ª edição, 1991.

BEZERRA CASQUET, Andreia Cristina. **Alienação de Controle de Companhias Fechadas**. São Paulo: Quartier Latin, 2015.

BIANA, Higor da Silva; SANT'ANNA, Leonardo da Silva. Alienação de controle de companhia aberta: os entendimentos da CVM e a segurança jurídica. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora RT, vol 73, 2016.

BOTREL, Sérgio. **Fusões & Aquisições**. São Paulo: Saraiva, 2013.

BRASIL. **Lei nº 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L6404consol.htm>.

_____. **Lei nº 10.303**, de 31 de outubro de 2001. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/CCIVIL_03/LEIS/LEIS_2001/L10303.htm>.

_____. **Lei Federal nº 6.151**, de 4 de dezembro de 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/1970-1979/L6151.htm>.

_____. **Lei Federal nº 9.457**, de 5 de maio 1997. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/LEIS/L9457.htm>.

BULGARELLI, Waldirio. **Regime Jurídico de Proteção às Minorias nas S/A**. Rio de Janeiro: Renovar, 1998.

BULHÕES PEDREIRA, José Luiz. LAMY FILHO, Alfredo. **A Lei das S.A.** Rio de Janeiro: Renovar, 2ª edição, 1996.

_____. **Direito das Companhias**. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

CÂNDIDO MOTTA, Nelson. Alienação do poder de controle compartilhado. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**, São Paulo, v. 89, 1993.

CANTIDIANO, Luiz Leonardo. Alienação e Aquisição de Controle. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 59, 1985

CARVALHOSA, Modesto. O acordo de controle como pacto social. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, v.4, 2005.

_____. **Comentários à Lei de Sociedades Anônimas**. São Paulo: Saraiva, 2014, 5ª edição.

_____. Acordo de Investimento e Associação. Exercício de opção de venda de ações. Controle compartilhado. Incoerência de alienação do Poder de Controle. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

_____. **Acordo de Acionistas**. São Paulo: Saraiva, 1984.

CLARK, Robert. **Corporate Law**. Estados Unidos: Wolters Kluwer, 1986, 2ª edição.

CLEMENTE JÚNIOR, Alberto José. Oferta pública de aquisição de ações na alienação de controle de companhias abertas. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 129, 2003

COELHO, Fábio Ulhoa. O direito de saída conjunta ("tag along"). In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da Lei das Sociedades Anônimas**. Rio de Janeiro: Forense, 2002.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Instrução CVM nº 361**, de 5 de março de 2002. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst361.html>>.

_____. **Parecer de orientação SJU nº 35, de 1º de setembro de 2008**. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare035.html>>.

_____. **Parecer de orientação CVM nº 36**, de 23 de junho de 2009. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare036.html>>.

_____. **Processo administrativo sancionador nº 2007/7230**. Julgamento em 11.07.2007. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2007/20070711_R2/20070711_D01.html>.

_____. **Processo administrativo sancionador nº 2009/1956**. Julgamento em 15.07.2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/deciso/es/2009/20090715_R2/20090715_D01.html>.

_____. **Processo administrativo sancionador nº 2005/4069**. Julgamento em 11.04.2006. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/0002/4788-0.pdf>>.

COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO FILHO, Calixto. **O poder de controle na sociedade anônima**. Rio de Janeiro: Forense, 2014.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. **Resolução CMN nº 401**, de 22 de dezembro de 1976. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/normativo.asp?tipo=res&ano=1976&numero=401>>.

CUNHA PEREIRA, Guilherme Döring da. **Alienação do poder de controle acionário**. São Paulo: Saraiva, 1955, p. 60.

Dynamo Administração de Recursos Ltda., na **Carta Dynamo n. 26**, de abril de 2000. Disponível em <www.dynamo.com.br/narcartadyn.asp>.

EIZIRIK, Nelson. **A lei das S/A comentada**. São Paulo: Quartier Latin, 2011.

_____. Aquisição de controle minoritário. Inexigibilidade de oferta pública. In: MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

GAUDÊNCIO, Samuel Carvalho. MCNAUGHTON, Charles William. **Fusões e aquisições - Prática jurídica no M&A**. São Paulo: IOB, 2016.

GORGA, Érica. Análise da eficiência de norma societárias. Emissão de preferenciais e tag along. KUYVEN, Luiz Fernando Martins (coord.). **Temas essenciais de direito empresarial: estudos em homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

_____. **Changing the paradigm of stock ownership from concentrated towards dispersed ownership? Evidence from Brazil and consequences for emerging countries**. Estados Unidos: 2008. Disponível em: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1121037>.

GILSON, Ronald. GORDON, Jeffrey. Controlling controlling shareholders. **University of Pennsylvania Law Review**. Estados Unidos: vol. 152, 2003.

LA PORTA, Rafael. LOPEZ-DE-SILANES, Florencio. SHLEIFER, Andrei. VISHNY, Robert W. Investor Protection and Corporate Valuation. **The Journal of Finance**. Estados Unidos: Wiley, 2002.

LEAL, Ricardo; SILVA, André Luiz; VALADARES, Silvia. Estrutura de Controle das Companhias Brasileiras de Capital Aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 1, 2002.

LOBO, Jorge. Tag along: uma análise à luz da Escola do Realismo Científico. **Revista da EMERJ**. Rio de Janeiro, v. 14, n. 55, 2011.

_____. **Direitos dos Acionistas**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

MICELI, Alexandre Di. Anuário de Governança Corporativa das Companhias Abertas 2015. **Revista Capital Aberto**. São Paulo, número 43, volume 7, edição especial, 2015.

MUNHOZ, Eduardo Secchi. Desafios do Direito Societário Brasileiro na disciplina da companhia aberta: avaliação dos sistemas de controle diluído e concentrado. In: COMPARATO, Fabio Konder; SALOMÃO, Calixto Filho. **Direito Societário: desafios atuais**. São Paulo: Quartier Latin, 2009.

NENOVA, Tatiana. Control Values and Changes in Corporate Law in Brazil. **Latin America Business Review**. Volume 6, 3ª edição, 2006, p. 4.

_____. **Oferta pública de ações obrigatória nas S.A.: Tag Along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005.

OIOLI, Erik Frederico. **A superação do modelo de concentração acionária no Brasil: o regime jurídico das companhias de capital disperso na Lei das Sociedades Anônimas**. 415 f. Monografia (Doutorado em Direito) – Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2013. Disponível em <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-11092014-143912/pt-br.php>>. Acesso em 23.09.2018.

_____. Alienação de controle de companhia aberta. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, 2015, v. 4.

_____. Obrigatoriedade do tag along na aquisição de controle diluído. In: VON ADAMEK, Marcelo Vieira (Coord.). **Temas de Direito Societário e Empresarial Contemporâneos**. São Paulo: Malheiros Editores, 2011.

PARENTE, Norma. Principais inovações introduzidas pela lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, à Lei de Sociedades por Ações. In: LOBO, Jorge (coord.). **Reforma da lei das sociedades anônimas: inovações e questões controvertidas da Lei nº 10.303, de 31.10.2001**. Rio de Janeiro: Editora Forense, 2002.

PARGENDLER, Mariana. Cinco Mitos Sobre a História das Sociedades Anônimas no Brasil. In: KUYVEN, Luiz Fernando (org.). **Temas Essenciais de Direito Empresarial - Estudos em Homenagem a Modesto Carvalhosa**. São Paulo: Saraiva, 2012.

PENNA, Paulo Eduardo. Alienação de controle de companhia aberta. In: COELHO, Fábio Ulhôa (coord.). **Tratado de Direito Comercial**. São Paulo: Saraiva, v.4, 2015.

PENTEADO, Mauro Rodrigues. **Apontamentos sobre a alienação do controle de companhias abertas**. Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro, São Paulo: Revista dos Tribunais, v. 76, 1989, p. 18.

PERIN JUNIOR, Ecio. **A Lei n. 10.303/2001 e a proteção do acionista minoritário**. São Paulo: Saraiva, 2004.

PRADO, Roberta Nioac. Desconcentração do poder de controle e poison pills: evolução no mercado de capitais brasileiro. In MONTEIRO DE CASTRO, Rodrigo R.; DE MOURA AZEVEDO, Luís André N. (coord.). **Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Editora Quartier Latin do Brasil, 2010.

_____. **Oferta pública de ações obrigatórias nas S.A: tag along**. São Paulo: Quartier Latin, 2005

REQUIÃO, Rubens. **Curso de Direito Comercial**. São Paulo: Editora Saraiva, 2000, 22ª edição, volume 2.

REYES, Francisco. **Direito societário americano: estudo comparado**. São Paulo: Quartier Latin, 2013.

SALOMÃO FILHO, Calixto. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros Editores, 1ª edição, 1998.

_____. **O novo direito societário**. São Paulo: Malheiros, 1998.

SECCHI, Eduardo. Transferência de controle nas companhias sem controlador majoritário. **Poder de Controle e outros temas de Direito Societário e Mercado de Capitais**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

VERÇOSA, Haroldo Malheiros Duclerc. **Curso de direito comercial**. São Paulo: Malheiros, 2004, p. 162.

WALD, Arnoldo. A proteção dos acionistas minoritários na alienação do controle de companhias abertas. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 34, 2006.

_____. Da caracterização da alienação de controle. **Revista de Direito Bancário, do Mercado de Capitais e da Arbitragem**. São Paulo: Revista dos Tribunais, n. 38, 2007.

_____. Do descabimento da oferta pública de compra em relação às ações preferenciais. **Revista de Direito Mercantil, Industrial, Econômico e Financeiro**. São Paulo, v. 45, 1982.